

“国际热钱大量流入中国”论评析*

王国刚 余维彬(《国际金融研究》2010年第3期)

2005年以来,随着中国汇率形成机制的改革深化和外汇储备的快速增加,有关“国际热钱大量流入中国”的议论也逐步趋热。2008年3月底,在国家外汇储备数额为16821.77亿美元的背景下,有人根据所谓的全口径计算认为,仅2003年以后流入中国的国际热钱数额就达到了17542亿美元,是当期国家外储的104%¹(照此计算,不仅国家外汇储备均由国际热钱构成,而且还有未计入国家外储范畴的国际热钱),这种显然不符合中国实践状况的说法引起了各方哗然。如果这种探讨仅停留在学术层面,尚可轻描淡写。但它通过媒体炒作严重影响了经济实践,一方面有些人据此解释2006年(尤其是2007年)以后的物价上行、股市波动和房价上涨,甚至认为在中国经济运行中存在的流动性过剩以及信贷资金增长、投资增长和经济过热等也主要由此引致,这影响到了对经济情势的判断和相关政策的选择;另一方面,中国有关监管部门(如中国人民银行、商务部、国家外管局、海关总署乃至商业银行体系等)对国际资本流动的监管能力因此受到各方的普遍质疑,处于被动境地,以至于不得不在2008年7月做出正本清源的表态²。但此论题的议论非没有就此了结。2009年,随着中国继续发生“外汇储备增加额>(贸易顺差+FDI)”以及房价、股价的上行等现象,“国际热钱大量流入中国”的说法再次泛起³并充斥媒体,因此,有必要予以专文分析。

一、“国际热钱”概念扩展引致逻辑混乱

国际热钱(Hot Money)又译为国际游资,《牛津高阶英汉双解词典》的定义是:“投机者为追求高利率及最大获利机会而由一金融中心转移到另一金融中心的频繁流动的资金。”⁴

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的定义是:“在固定汇率制度下,资金持有者或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

*本文是王国刚承担的国家社科基金重点项目(08AJY006)的一项研究成果。

¹ 张明、徐以升《全口径测算中国当前的热钱规模》,乌有之乡网站。

² 《国家外管局负责人称中国并无热钱存在》,《中国经济周刊》2008年7月14日。

³ 张明《短期国际资本在2009年第2季度重新流入》,中国社科院世界经济与政治研究所国际金融中心工作报告。

⁴ 《牛津高阶英汉双解词典(第四版)》,第721页,商务印书馆1997年版。

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国际游资。”⁵从这些定义中可以看到，国际热钱具有三个相互关联的主要特征：第一，国际热钱是一种投机性资金，或者在投机心理支配下用于投资操作的资金；第二，国际热钱是在国际间（或者至少两个金融中心之间）频繁流动的资金，因此，它是短期的资本流动，即期限在1年以内的国际资本流动；第三，国际热钱追逐的或者是国际间的利率差、或者是汇价差，因此，以金融投资为基本方式。

与此相比，强调“国际热钱大量流入中国”的人随意修改定义，“将热钱定义为通过在一国金融市场上投机获利的国际资本，其投机期限可能超过一年以上，获利方式包括套汇、套利和资产价格溢价。”⁶由此，将国际热钱的特征做了两方面的实质性改动：其一，国际热钱不再是在两个以上国家（或金融中心）之间频繁流动的资金，而是“在一国金融市场上”操作的资金；其二，国际热钱不再是短期资本，“其投机期限可能超过一年以上”，因此，它可以是“冷钱”甚至是“冻钱”。这种定义改动的实质之处在于，它完全改变了“国际热钱”的时空关系，即把时间从1年内改变为既包括短期资金也包括中长期资金，把空间改变为既包括国际间也包括一国内。在此变更了的定义下，论者可以按照自己的意图调整“国际热钱”的内涵，给人们以种种误导。具体来看：

首先，“国际热钱”中的“国际”一词强调的是这种资金在国际间流动。由于各国（或地区）的制度条件不尽相同，因此，这种热钱在国际间流动的可能性也不一样。在“资本与金融账户”基本开放且货币实现了完全可兑换的国家（或地区）间，国际资本流动没有太多限制，可以比较自由地流入和流出，由此，国际热钱（作为国际资本流动的一种形式）也可以比较自由地流动。但在中国，“资本与金融账户”中金融交易等科目并未充分对外开放，同时，人民币也尚未实现完全可兑换，因此，对国际资本在中国的流入和流出有着较多制度性限制。一个突出的现象是，凡是不符合中国外汇管理规定的境外资金是不允许流入中国境内的（同时，也是不允许流出的）。在此背景下，“国际热钱”在中国有了一个重要的制度色彩，即它的流入或流出属于不合法范畴。这是为什么有关“国际热钱大量流入中国”的说法在中国会引起各方高度关注的一个主要原因（相比之下，如果在美国等西方国家推出这种说法，就不是什么新闻了，也没有炒作的价值）。但上述修改了的定义，将国际间改为“在一国金融市场上”后，就回避了这种资金流入（或流出）中国的制度限制，给人以“国际热钱”

⁵ 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，第二卷，第724页，经济科学出版社1992年版。

⁶ 张明《当前热钱流入中国的规模与渠道》，中国社科院世界经济与政治研究所国际金融中心工作报告。本文中引自该研究报告的话语不再一一做出脚注。

可自由出入中国且中国有关监管部门对它无能为力的假象。

其次，“国际热钱”中“热钱”一词强调的是，这种资金的短期金融运作。“国际热钱”在直接关系上属于“国际资本”范畴，但它与国际资本投资等的区别不在于“国际”，而在于短期金融投资。所谓“短期”，虽然可因金融市场的交易对象不同而有不同的划分，但不论是中国还是世界其他国家和地区均没有超过1年的。这意味着，如果真的有一笔“国际热钱”流入中国，那么，从流入之日起计算，它必须在1年内流出中国；而一旦它流出了，中国境内（例如，外汇储备的当年增加额或者外汇储备余额中）也就没有这笔国际热钱了，由此，在计算流入中国境内的国际热钱中，从2003年累加计算到2007年（即五年累加）的方法是不符合国际热钱的概念界定的。但上述修改了的定义，随意地将国际热钱的期限延长为“一年以上”（且没有界定1年以上的时间边界），由此，一方面将“国际热钱”与“国际资本”中其他资金混为一谈，从而，很容易地将一般的国际资本流动都计入“国际热钱”范畴；另一方面，将停留于中国境内投资于实体经济的外商资金归入“国际热钱”的范畴。一个突出的实例是，就国际资本而言，一旦以投资方式进入中国（如FDI）的实体经济，其属性虽为“国际”但国际间的“流动”就已基本停止，因此，不能计入“国际热钱”范畴；同理，这些外商投资的收益不汇出中国，转为再投资也不能计入“国际热钱”（它在中国计入FDI范畴），但强调“国际热钱大量流入中国”的人却把这些投资收益的再投资归入“国际热钱”范畴，似乎它们也是从海外通过不合法路径流入中国境内的。

最后，从学术角度看，每个概念都有着确定的定义，它界定了概念的内涵和边界。概念定义的共识是人们进行学术研讨的基本平台，也是分析相关问题的基本前提；否则，使用同一概念却内涵和外延各不相同，研讨的各方就分别不知对方所云了，也就无法达到共同探讨的可能。毫无疑问，有些经济学的概念不尽完善，需要进一步深入探讨予以补充修正，但它的前提是，有着充分的论证依据。同时，这种补充修正有着实践意义和理论价值。但强调“国际热钱大量流入中国”的人，修改了“国际热钱”的内涵和外延，却没有提出任何有说服力的修改依据（包括理论依据和实践依据），由此，不仅给人们对中国境内的国际热钱问题造成了诸多误解，而且他们自己也陷入了思维的逻辑混乱之中。例如，他们认为：“由每年FDI的净现金流入减去汇出利润，就等于每年FDI渠道中隐藏的热钱（包括未汇出利润和折旧）。”也就是说，凡是未从中国境内汇出的外商投资收益和折旧均属“国际热钱”。按照此理，“国际热钱”不仅包括投资于金融产品上的国际资金，而且包括投资于实体经济中的国际资本（但在他们的定义中却认为，国际热钱是“在一国金融市场上投机获利的国际资本”），这引致了他们对国际热钱的估算口径大于他们对国际热钱的定义口径。值得指出的是，这种在

概念名称不变的前提下随意扩大概念的内涵和外延，并非科学的治学之道。

从实践看，各国和地区对“国际热钱”的充分关注，是因为这些短期资金的突然大规模入境或出境可能给境内金融市场的正常活动秩序造成严重冲击，并由此引致经济金融运行的带来严重的不稳定。但国际资本并不如此。它加入到这个国家或地区的实体经济资源配置之中，有利于提高国民经济可持续发展能力，同时，也是相关宏观经济主体可调控和可预期的，因此，不可将“国际热钱”与“国际资本”混为一谈。

二、“国际热钱”流入的路径不清引致胡乱猜疑

既然要研讨国际热钱流入中国，就必须明确地回答这种流入的路径是什么？但强调“国际热钱大量流入中国”的人始终热衷于估算流入中国的国际热钱数额，却没有切实探讨这些国际热钱是怎样流入中国的？国际资本（假定存在国际热钱的话，也包括国际热钱）流入中国的路径只能有二：其一，钞票方式；其二，银行汇款方式。在实践中，这两条通道都极不便利。从个人角度看，中国既规定了个人出入境所能携带的本币数额和外钞数额，也规定了个人通过旅行支票、信用卡和其他金融工具等跨境携带本币和外币的数额，个人要通过现金或银行系统来实现大额资金的跨境转移是不容易的。从厂商角度看，中国对居民厂商和非居民厂商的资金出入境有着一系列严格的制度规定。从海外资金入境说，首先，不论是经常项下还是资本与金融项下的资金跨境流入都需要有真实交易的各种凭证，除相关政府部门出具的核准性文件外，还包括采购合同、销售契约、投资协议、工程中标书和发行证券募集资金的证明资料等等。如果不能满足制度上规定各种资料（包括核准文件、证明材料等）的要求，即便资金汇划到中国境内银行的收款方账户，一方面收款方不能提取使用，另一方面也可能又从中国境内银行的收款方账户汇划退回到汇款方银行账户。其次，在外汇资金到账之后，收款方厂商必须提供制度规定的相关资料，一方面证明此款属于合法入境，另一方面明确该款的使用方向。最后，在收款方厂商使用这些外汇资金过程中，不仅需要提供相关付款证明资料，而且主办银行也将对其资金流向进行监督，同时，为了防范洗钱现象的发生，有关监管部门还将对异常的资金流动进行专门调查。显然，从这些流程和相关制度规定看，国际热钱要大量流入中国是不容易的。

值得指出的是，对境外机构来说，违法地将资金跨境汇入中国境内，不仅将冒着这些资金被没收和罚款的风险，而且将严重损伤它们在国际市场中的声誉，与此相比，即便是为了获得利率差、资产升值收益和人民币升值收益，也是一种得不偿失的选择。鉴此，稍微有点常识的人都会选择资金进入中国境内的合法路径，换句话说，以国际热钱的非法路径将资金跨境转移到中国境内，对那些长期在国际市场中进行金融运作的国际机构来说，不是一个正

常的选择方案（须知，跨国公司等国际机构有着较为严格的公司治理结构，并非总是倾向于从事不合法交易之辈）。

非法路径不可行，强调“国际热钱大量流入中国”的人只好求助于合法路径，由此，提出了所谓“隐藏”在经常项目下的国际热钱流入。他们列举的情形大致有三：其一，一些海外公司可能通过“预付款”等方式，将海外资金先期打入中国境内某家公司的账户，经过一段时间后，再以取消购货的各种理由将这些资金汇回。。在现实中，外贸企业所能接收的海外“预付款”通常条件下只能达到其上年出口额的30%，如有特殊情况需要专门申请并得到核准；同时，这些“预付款”的使用受到对应银行和监督部门的监督。因此，通过“预付款”等方式来暗度陈仓，实现国际热钱的流入并不容易。其二，境内外贸企业通过低报进口、高报出口的方式引入海外资金。在这里，问题的关键有二：一是通过这种操作，从“高报出口”中获得的资金是谁的？如果是中国境内厂商的（在其财务上表现为销售收入及盈利），那么，这种“高报出口”使得中国境内的外贸厂商获得了更多的价格收入，如何能够将其归入“国际热钱”范畴？二是这些通过“高报出口”得到的资金是否在短期内又流出了中国？如果没有，而是长期滞留于中国境内，那么，为何将它们划入“国际热钱”范畴？其三，“买单出口”。这里的关键是“外汇核销单的申领失控与倒卖，造成了大量的虚假贸易以及相应的热钱流入”的判断有何根据？从时间上讲，这种“失控”是2003年以后长达5年的时间内持续发生的吗？从空间上讲，这是全国范围内普遍发生的以至于它“成为热钱通过贸易渠道流入中国的重要渠道”吗？从数量关系上讲，“大量”是多大的量，它在中国每年的出口中所占比重有多高？可见，“买单出口”的失控是一个不确切的用语。

其次，从FDI看，一些海外公司可能通过虚假投资将资金跨境进入中国，然后，再以投资意向难以实现等种种理由将这些汇回海外，由此，挣得人民币升值（也可能包括利率差）的收益。但这依然是对现实运作状况不清楚的学者们所做出的一种猜测。在实践中，不论是外商独资企业、合资企业还是合作企业，海外资本进入中国境内后，只要尚未注册为对应企业的资本（从而划入这一企业的银行账户）就不能兑换成人民币使用，因此，谈不上挣得人民币升值收益；另一方面，这些外资一旦在工商行政管理部门注册为独资或合资企业的资本，在经营期内就不能再转移到海外（否则，将犯下“抽逃注册资本”罪），也就不属“国际热钱”范畴。

最后，从中国境内银行工作失误看，一方面在电子联网的条件下，由信息不对称等引致的银行工作失误已大大减少，同时，在问责制条件下，银行工作人员的责任心已明显提高，因此，将国际热钱大量跨境进入中国，寄希望于银行工作失误是不切实际的；另一方面，即

便假定银行在审查有关资料和资金入境申请中存在某些失误，也数额甚小（以至于可以忽略不计），不可能导致每年数千亿美元的国际热钱流入。“仅 2003 年以后流入中国的国际热钱数额就达到了 17542 亿美元”的说法所以引起轩然大波，一个重要原因就在于，它意味着海外资金进入中国的门户限制形同虚设，似乎国际热钱可以自由地进出中国边关，由此，实际上对中国 50 多年来（尤其是改革开放以来），在防范国际热钱对中国境内市场冲击方面所建立一整套行之有效的制度、程序和技术提出了异议，对几十万监管部门的人员、银行行员等在防范国际热钱跨境进入中国所做出的种种努力也提出了异议。

国际热钱为其短期金融投资的特性所决定，既然跨境流入了一个国家（或金融市场）就必然要在短期内（如 1 年内）再流出这个国家（或金融市场），由此，对中国而言，假定有着国际热钱的流入，那么，它又是通过何种路径流出的呢？众所周知，海外资金进入中国不易，但要流出就更为困难。它不仅需要各种真实交易的凭证，而且需要向外汇管理部门专门申请外汇额度，经过核准后，再将各种凭证和核准文件交由开户银行审核办理。如果海外流入中国的资金长期不流出，则固化于中国境内，不属“国际热钱”范畴；可如果它要在短期内流入后再流出又非易事，那么，问题依然在于这些海外资金是否合法地流出中国境内了？强调“国际热钱大量流入中国”的人始终没有就此作出回答。

一个有趣的情形是，地下钱庄也成了一些人用以证明“国际热钱大量流入中国”的路径。地下钱庄在中国境内属于非法金融机构，其业务活动主要是为境内需要外汇的个人和机构提供位于海外的资金，为需要人民币的个人和机构提供位于中国境内的人民币。操作程序大致是，当某个中国境内客户需要外汇时，将一定数额的人民币（加上手续费）存入地下钱庄指定的中国境内银行账户，同时，地下钱庄将等价的外汇存入在中国境外的银行账户，然后，把这一银行账户告知客户，客户可自己查询（也可请境外代理人查询）并修改银行账户密码；当某个中国境内客户（或海外客户需要人民币资金时，操作过程大致也是如此。在这种交易中，虽然境内客户可以将人民币兑换为外汇、境外客户也可以将外汇兑换成人民币，但实际上并没有发生外汇跨境进入中国或人民币跨境出去的事实，因此，不可能成为外汇资金流入中国境内的真实通道，也不可能影响国家外汇储备数额的增加（或减少）。

需要指出的是，科学研究所做出的判断需要有根有据。个例在通常条件下并不具有总量意义。如果要得出具有普遍意义的结论，需要有总量数据和相关实例。与此相比，建立在怀疑和猜测基础上的推论，不是科学论证的依据和方法。

三、国际收支项目不清引致估算严重失真

国际收支表是记录和分析一个国家或地区跨境资金流动状况的基础，与此对应，要分析

表 1 中国国际收支表（简表）

项 目	行次	差额	贷方	借方
一. 经常项目	1			
A. 货物和服务	2			
a. 货物	3			
b. 服务	4			
B. 收益	18			
C. 经常转移	21			
二. 资本和金融项目	24			
A. 资本项目	25			
B. 金融项目	26			
1. 直接投资	27			
2. 证券投资	30			
3. 其它投资	41			
三. 储备资产	64			
四. 净误差与遗漏	70			

资料来源：根据国家外管局网站表格制作

中国是否存在大量国际热钱流入，也必须切实地分析中国的国际收支表。

表 1 是根据国家外管局公布的国际收支表所制作的简表。从该表中可以看到，中国的国际收支（从而资金的流出国境）情况是相当复杂的，不仅包括“经常项目”下各个科目的变化，而且包括“资本和金融项目”下和“储备资产”项下各个科目的变化，

还包括“净误差与遗漏”项下的变化。由于在中国，存贷款金融机构和居民个人手中留存的外汇资金较少，所以，在一个确定的时期内，国际收支表中外汇流出的变化比较集中地体现在国家外汇储备数量的变化上。但即便如此，以“外汇储备增加额-（外贸顺差额+外商投资额）”的方法来计算国际热钱流入中国的数额也是谬之千里的。原因是，它只计算了中国国际收支表的 70 个项目中的两个项目（即第 3 项的“货物”和第 27 项的“直接投资”），而将剩余 68 个项目中的国际交易从而资金流出入都归入由不合法的“国际热钱”流动范畴。这种任意提取国际收支表中的几个项目进行以偏概全的分析，不能令人信服。

事实上，“外汇储备增加额>外贸顺差额+外商投资额”的现象或“外汇储备增加额<外

贸顺差额+外商投资额”的现象，

在中国经济运行中是经常发生的，与此相比，“外汇储备增加额=（外贸顺差+外商投资）”则几乎没有。图 1 描述了 1999.7~2009.6 的 10 多年来，中国每月“外汇储备增加额-（外贸顺差额+外商投资额）”的差额变化情况，从中可以看到，除 2002 年 2 月此差额为 0.01 亿美元外（即接近为 0），其他月份或者为巨额正数或者为巨额负数，其中，正数数额最大的月份为 2009 年 5 月的 608.61 亿美元，

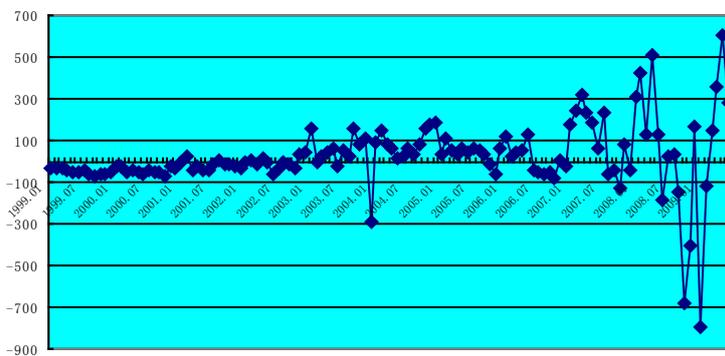


图 1 中国“外汇储备增加额-（外贸顺差额+外商投资额）”

资料来源：根据国家统计局《统计月报》整理

情况，从中可以看到，除 2002 年 2 月此差额为 0.01 亿美元外（即接近为 0），其他月份或者为巨额正数或者为巨额负数，其中，正数数额最大的月份为 2009 年 5 月的 608.61 亿美元，

负数数额最大的月份为 2009 年 1 月的-791.14 亿美元。如果以此作为国际热钱流入中国境内的依据，则不仅每年有着巨额国际热钱进出中国边境，而且每月都有巨额国际热钱流入流出，这显然不符合实际情况。

强调“国际热钱大量流入中国”的人，一方面似是而非地指出，以“外汇储备增加额-

(外贸顺差额+外

商投资额)”估算

流入中国的国际

热钱，“该方法假

定除贸易外的其

他经常项目，以及

除FDI外的其他金

融项目的资金流

入全部是热钱，从

而高估了热钱规

模”，据此，似乎

应当对国际收支

表进行全面分析；

表 2 中国国际收支平衡表(简表)—2007 年 单位: 千美元

项 目	行次	差额	贷 方	借 方
一. 经常项目	1	371,832,620	1,467,881,998	1,096,049,377
A. 货物和服务	2	307,476,604	1,342,205,962	1,034,729,358
a. 货物	3	315,381,397	1,219,999,629	904,618,232
b. 服务	4	-7,904,793	122,206,333	130,111,126
B. 收益	18	25,688,492	83,030,308	57,341,816
C. 经常转移	21	38,667,524	42,645,727	3,978,204
二. 资本和金融项目	24	73,509,250	921,960,702	848,451,452
A. 资本项目	25	3,099,075	3,314,699	215,624
B. 金融项目	26	70,410,175	918,646,003	848,235,828
1. 直接投资	27	121,418,332	151,553,693	30,135,361
2. 证券投资	30	18,671,987	63,969,241	45,297,254
3. 其它投资	41	-69,680,144	703,123,069	772,803,213
三. 储备资产	64	-461,744,102	239,766	461,983,869
四. 净误差与遗漏	70	16,402,232	16,402,232	0

资料来源: 根据国家外管局网站表格数据制作

然而，另一方面，他们又强调“该方法假定贸易顺差和FDI中没有任何热钱，从而低估了热钱规模”，从而花费了不少精力于猜测“外贸顺差”和“FDI”中隐藏的国际热钱。在研讨过程中，他们依然没有全面分析国际收支表的各个项目，几乎将除“外贸顺差”(即“货物”)和“外商投资”(即“直接投资”)之外68项的正“差额”都估算为国际热钱的流入，由此使得他们估算的国际热钱流入量远远大于“外汇储备增加额-(外贸顺差额+外商投资额)”。

为了说明问题，我们以 2007 年的国际收支表简表为例进行分析。2007 年国家外汇储备数额从 2006 年的 10663.44 亿美元增加到 15282.49 亿美元，增加额为 4619.05 亿美元。⁷从表 2 中可见，引致外汇储备增加的主要一级科目为“经常项目”下的 3718 亿美元、“资本和金融项目”下的 735 亿美元和“净误差与遗漏”下的 164 亿美元。

第一，“经常项目”的盈余包括“货物和服务”项下的 3074.76 亿美元、“收益”项下的 256.88 亿美元和“经常转移”项下的 386.68 亿美元。由此，如果将“经常项目”中除“货

⁷ 需要指出的是，外汇储备增加额与国际收支平衡表中储备资产变化额数值上略有不同，但这并不妨碍我们以国际收支表为基准所进行的分析。

物”（即“外贸顺差”）之外的数额都看属于国际热钱流入，那么，一方面将忽视“服务”项下的 79.05 亿美元的赤字，另一方面，就将把“收益”项下由中国援外工程的“职工报酬” 43.4 亿美元（汇回境内部分）和“投资收益” 213.48 亿美元都看成是国际热钱的流入，同时，将“经常转移”项下的海外捐赠等外汇流入也看成是国际热钱流入。按照这种估算逻辑所提出的对外经济政策主张将是，中国既不当对外开展经济合作、承揽工程项目，也不应当对外投资（尤其是外汇储备不应投入国际金融市场）获得收益，更不当接受海外政府、机构和个人的捐赠。显然，在世界各国和地区中，这种政策主张是极为荒谬的。

第二，“资本和金融项目”的盈余 735.09 亿美元包括“资本项目”下的 30.99 亿美元和“金融项目”下的 704.1 亿美元。其中，“金融项目”的盈余由“直接投资”项下 1214.18 亿美元、“证券投资”项下 186.72 亿美元和“其他投资”项下 -696.8 亿美元等构成。在这种条件下，如果将除“直接投资”（即引进外商投资）项目以外的各项目资金的国际流动都视为国际热钱，与实践状况相比，就将发生严重的偏差。

首先，从“证券投资”项下看，它包括“资产”和“负债”项，2007 年“资产”为 -23.24 亿美元，“负债”为 209.96 亿美元（其中，“股本证券”为 185.1 亿美元，“债务证券”为 24.86 亿美元），因此，重点是“股本证券”。根据国家外管局的“国际收支平衡表指标说明”的解释，股本证券是指中国境内公司发行、非居民购买的境内外上市外资股，即俗称的 H 股、S 股和 N 股等等。2006~2007 的两年中境内公司在香港发行 H 股所募集的资金分别达到 2900.27 亿港元（大约 380 亿美元）和 747.73 亿港元（大约 100 美元）⁸，这些资金除在海外使用的部分，大多数在 H 股公司发股上市后陆续调回境内使用，因此，2006 年下半年以后，中国国际收支表中的“股本证券”盈余明显增大。如果不正视这一现实，按照强调“国际热钱大量流入中国”的人估算，则这些资金都属于“国际热钱”范畴，应予杜绝或防范，那么，岂不是说，中国境内不应到海外发股上市（同理，也不应走出国门）？

其次，从“其他投资”项下看，它分为贸易信贷、贷款、货币和存款及其他资产负债等 4 类形式。从资产方看，贸易信贷的借方是指中国出口商对国外进口商提供的延期收款额以及中国进口商支付的预付货款，贷方是指中国出口延期收款的收回。贷款的借方是指中国金融机构以贷款和拆放等形式的对外资产增加，贷方表示减少。其他资产包括除贸易信贷、贷款、货币和存款以外的其他资产，如租赁本金的收回、其他投资形式等。2007 年在“其他投资”的“资产”为 -1514.86 亿美元，其中包括“贸易信贷” -238 亿美元、“贷款” -208.06

⁸ 资料来源：香港联交所网站

亿美元和“其他资产”-1044.99 亿美元等。如果按照强调“国际热钱大量流入中国”人的逻辑，这些不在“外贸顺差+外商投资”名下的资金流出都应属国际热钱外逃的范畴，岂不意味着中国的银行业不应为中国企业的国际经济交易提供任何资金支持？这是哪个国家或地区的经济原理？另一方面，“其他投资”项下，从负债方看，贸易信贷的贷方是指中国进口商接受国外出口商提供的延期付款贸易信贷以及中国出口商预收的货款，借方表示归还延期付款。贷款是指中国机构借入的各类贷款，如外国政府贷款、国际组织贷款、国外银行贷款和卖方信贷（其中，贷方表示新增额，借方表示还本金额）。货币和存款包含了海外私人存款、银行短期资金及向国外出口商和私人借款等短期资金（其中，贷方表示新增额，借方表示偿还额或流出额）。2007 年在“其他投资”的“负债”有 818.06 亿美元的盈余，其中包括“贸易信贷”291 亿美元、“贷款”172.96 亿美元、“货币和存款”343.17 亿美元等。这里面包含 2007 年国家财政新增外债 506.3 亿美元⁹的一部分。如果按照强调“国际热钱大量流入中国”人的逻辑，这些不在“外贸顺差+外商投资”名下的资金流入也应属国际热钱流入，那么，为了防止国际热钱的流入，中国政府就不应当接受外国政府、国际组织的贷款，中国境内企业（包括外资企业）就不应当接受海外银行的预收款、海外银行的卖方信贷等等，中资银行就不应当经营海外的私人存款、海外资金拆借等业务，这是否意味着中国应当在“其他投资”项下实行“闭关锁国”政策？

第三，“净误差与遗漏”的成因，在“国际收支平衡表指标说明”中已明明白白地指出“平衡表采用复式记账法，由于统计资料来源和时点不同等原因，造成借贷不相等。”然而，强调“国际热钱大量流入中国”的人无视这一解释，简单且武断地认为：“估算热钱规模的最简单方法是看国际收支平衡表中的误差与遗漏项（Errors and Omission），如果该项为负，说明存在资本外逃，如果该项为正，说明存在热钱流入。”按照此理，国际收支平衡表就不应该设置“净误差与遗漏”一栏，或者说，按照他们的逻辑，在有效防范了“国际热钱”流出入之后，“净误差与遗漏”为 0，就可以取消这一栏目了。但要达到这一目标需要三方面前提条件：一是各方汇集而来的统计资料在时间、科目、数字等方面不应当有任何差异，同时，不应当存在任何的重复计算、四舍五入等问题。二是国际各种货币之间和各个汇市之间的汇价在时点上不应当有任何差异，否则，当将这些不同外汇币种折算为美元时还将发生“净误差”。三是在每年 12 月 31 日的 23:59:59 所有经济金融（包括金融市场）的活动全部停止，且不存在全球各地的时差，以便进行以这一时点为一年终止点的各类国际经济金融交往活动

⁹ 数据来源：《中国统计年鉴（2008）》

数据的统计。这在世界各国和地区中，谁能达到又如何能够达到这些前提条件的要求？但无论如何，不能简单地将“净误差与遗漏”项下的资金盈余直接估算为国际热钱的流入。内在机理是，在弄清了这些“净误差与遗漏”的性质后，将归入国际收支表中“经常项目”和“资本和金融项目”的相关细项之中，而不会是什么“国际热钱”。

在不认真研读和分析国际收支表的前提下，强调“国际热钱大量流入中国”的人就国际热钱流入中国境内的数量进行了一番缺乏事实根据的估算，其方法大致如下：国际热钱流入规模=错误与遗漏+（外汇储备增加额-外贸顺差-FDI）+汇率升值收益调整后的热钱规模+贸易顺差中隐藏的热钱+FDI中隐藏的热钱+通过外债渠道的热钱流入。在这个估算公式中，“错误与遗漏”（即“净误差与遗漏”）和外汇储备增加额 $>$ （外贸顺差+FDI）中的资金净流入是否可看成国际热钱，我们的前述已做了分析，故不再赘述。其他各项的问题在于：

第一，从“汇率升值收益调整后的热钱规模”来看，他们的思路是“假定自2005年初以来，中国外汇储备的币种结构保持不变，即美元资产占70%，欧元资产占20%，日元资产占10%。我们用欧元资产某年年初的存量乘以该年内欧元相对于美元的升值幅度，即得到该年欧元资产的汇率升值收益。用每年外汇储备增加额减去同年内欧元资产以及日元资产的汇率升值收益，即得到调整后的外汇储备增加额，再用调整后的外汇储备增加额减去贸易顺差与FDI，即得到热钱的流入规模。”这里存在三个问题：首先，他们是如何知道中国外汇储备中币种结构的？在中国（以及世界上的众多国家或地区），外汇储备中的币种结构是一个绝密且极为敏感的数据。在此背景下，所谓“假定自2005年初以来，中国外汇储备的币种结构保持不变，即美元资产占70%，欧元资产占20%，日元资产占10%”的假设不成立。其次，中国的外汇储备并不以电子数字方式留存于境内，其中绝大多数已以证券投资方式和存款方式在境外运用，它们的收益（包括汇率升值收益）亦已记录在了国际收支表的“投资收益”项下。在此背景下，这些人再另辟新径地估算汇率升值收益干什么？是否多此一举？

第二，从“贸易顺差中隐藏的热钱”来看，他们的根据是“从2005年起，我国贸易顺差规模突然上升。2001年至2004年，中国贸易顺差分别为225、226、255和319亿美元；2005年至2007年，中国贸易顺差分别为1017、1776与2620亿美元。很难相信，在2004年至2005年间，中国出口部门的产业结构或劳动生产率会显著提升，或者外国需求出现显著增长。此外值得注意的是，2005年7月人民币启动汇改进程，人民币兑美元汇率开始明显升值。因此我们怀疑，自2005年以来我国贸易顺差大幅上升，在很大程度上是由热钱通过虚假贸易流入而推动的。”这段话存在两个问题：其一，他们“很难相信，在2004年至2005年间，中国出口部门的产业结构或劳动生产率会显著提升，或者外国需求出现显著增

长。”在此，外国需求是否出现了显著增长，暂且不论（因为这么多的出口增长本身就证明了海外对中国产品的需求增加。简言之，这种增加既可以发生在世界经济普遍增长从而对中国产品的需求量增长方面，也可以发生在由于国际贸易的国别结构调整从而对中国产品的需求量增长方面，还可以发生在这两方面的结合中），仅就中国外贸增长是否仅靠“中国出口部门的产业结构或劳动生产率会显著提升”就值得商讨。一个突出且众所周知的事实是，在产业结构和劳动生产率不变的条件下，只要外贸生产的规模扩大就可以扩大出口。在中国，产能过剩是一个不争的事实，由此，发挥这些产能将产品用于出口，是可以增加顺差的。更不用说，每年中国的出口产品都在发生结构性调整，这又如何能够对中国出口部门的产业结构持“很难相信”的态度？其二，谁“很难相信”？在学术研究中，“很难相信”是不能作为论证根据的。“我们怀疑”，在学术研究中“怀疑”是必要的，但它只是寻找漏洞的突破点，并非论证本身。在“怀疑”之后，需要扎扎实实地寻找和分析各种有利证据，以证明这种“怀疑”是对的。在寻找和分析证据的过程中，可能最终证明“怀疑”是对的，也可能证明“怀疑”是错的，还可能因证据不充分而导致既不能证实也不能证伪的情形发生。因此，“我们怀疑”不是论证的根据，不能证明“自 2005 年以来我国贸易顺差大幅上升，在很大程度上是由热钱通过虚假贸易流入而推动的。”

在“很难相信”和“我们怀疑”之下，他们用了一种自称为简单的方法“对 2005~2007 年的虚假贸易顺差进行了测算。假定 2005~2007 年各年的贸易顺差增长率等于 2004 年的贸易顺差增长率，即 25%，那么高于 25% 的贸易顺差增长额即为通过贸易渠道的热钱流入。”这种测算方法出自何处？有什么理由将“2005~2007 年各年的贸易顺差增长率等于 2004 年的贸易顺差增长率，即 25%”？为什么不取更低的数字（例如，外贸顺差额 1999 年比 1998 年降低了 32.75%、2000 年比 1999 年降低了 17.52%、2001 年比 2000 年降低了 6.47% 等等）来证明虚假贸易的数额岂不更为惊人？事实上，“假定 2005~2007 年各年的贸易顺差增长率等于 2004 年的贸易顺差增长率”毫无根据，再用这种无根据的“假定”来测算贸易顺差中虚假数额，就很难说是谁在造假了（这究竟是要误导读者还是作者本身已自我误导了）。但无论如何，有一点是很明显，即由“贸易顺差中隐藏的热钱”引致数千亿美元的国际热钱流入中国的判断，是不可信的。

第三，从“FDI 中隐藏的热钱”来看，他们的根据是“假定每年的 FDI 存量等于上一年 FDI 存量加上本年 FDI 流入，再假定每年的 FDI 税后利润加折旧（净现金流入）等于 FDI 存量的 20%。那么由每年 FDI 的净现金流入减去汇出利润，就等于每年 FDI 渠道中隐藏的热钱（包括未汇出利润和折旧）。”且不说 FDI 的利润转投资属于中国每年引进外资的统计范畴

(因此,不属于进行金融市场短期操作的投机资金),就将“折旧”计算在国际热钱中而言,已属常识性错误。众所周知,在企业的资产负债表中,资本(或所有者权益)和负债位于左列,资产位于右列。“折旧”属于固定资产范畴,它与资本并无直接联系。对一个有着负债的外资企业来说,每年的固定资产折旧金既可以用于偿还到期债务,也可以“货币资产”方式保留,还可以投入经营运作形成其他类型的资产。对一个没有负债的外资独资企业来说,固定资产折旧金也不是可以随意转移到海外的。原因是,这些资金在工商登记中已作为注册资本,既然固定资产折旧金属于注册资本的一部分,那么,它要汇出海外就意味着注册资本的减少,如果不进行核减注册资本的工商重新登记,就将犯“抽逃资本”之罪。如果再将折旧金中包含固定资产维修资金等进行分析,就不难得知,固定资产折旧金留存于企业财务账上属于企业一种经营的一种正常情形。如果将折旧金计入国际热钱范畴,那么,就意味着几乎所有的外资企业都在中国境内从事金融市场的非法投机运作,这不仅是对这些守法经营的外资企业不公,也是对尽职监管活动的中国相关监管部门不公。

第四,从“通过外债渠道的热

表3 中国出口品总值的企业结构 单位:亿美元、%

年份	出口总值	外资企业	占比	国有企业	其他企业
2002	3255.7	1699.4	52.20	1228.6	327.7
2003	4383.7	2403.4	54.83	1380.3	600.0
2004	5933.7	3386.1	57.07	1535.9	1101.7
2005	7620.0	4442.1	58.30	1688.1	1489.8
2006	9690.7	5638.3	58.18	1913.4	2139.0
2007	12180.1	6855.2	56.28	2248.1	2976.8

资料来源:国家商务部网站

钱流入”来看,他们“将外商投资企业的每年新增外债视为通过外债渠道的热钱流入。”将海外贷款以“外债”名称表示,这玩了一个移花接木的游戏,却给人以误解。

从表3中可见,在中国2007年的出口总值中,外资企业占据了

56.28%;按照出口额计算,2007年外资企业增长了21.58%。在中国境内,外商独资企业是很难得到经营所需贷款的,中外合资企业所能得到的贷款也有一定限制。在此背景下,这些外资企业为了满足经营规模扩展和资金周转的需要,从海外借入短期贷款,这属于正常的财务行为,怎么会成为投机于中国金融市场的“国际热钱”?换句话说,如果这些外资企业不从海外借入贷款,如何维持经营运作?另一方面,这些资金从申请借贷到汇划入中国境内的外资银行(包括外资法人银行和分支机构)再到资金使用,在程序上经历着各个相关机构的一系列监督,由此,又如何被挪作它用(即从满足经营需要转变为进行金融市场投机)?

在上述这一系列缺乏事实根据的估算之下,强调“国际热钱大量流入中国”的人通过累加认为:“2003年至2008年第1季度,累计流入中国的热钱为12032亿美元,热钱在中国的累计收益为5510亿美元(以2008年3月31日汇率计算),二者之和为17542亿美元,约

为 2008 年 3 月底中国外汇储备余额的 104%。”¹⁰但通过以上分析可以得知，这种结论的缺乏最基本的科学性，不具有任何的可信度。

最后，需要指出的是，以“外汇储备增加额-（贸易顺差额+外商投资额）”来计算国际热钱并非国际通行的方法。对实行国家外汇资产制度的国家来说，由于国家外汇资产=政府外汇资产+企业外汇资产+居民外汇资产（其中，政府外汇资产=政府外汇储备资产+政府外汇投资资产，企业外汇资产=企业贸易的外汇资产+企业外汇投资资产，居民外汇资产=居民消费的外汇资产+居民外汇投资资产），所以，通过各种路径流入该国的外汇资金并不（甚至主要不）都表现政府外汇储备资产的增加，由此，以“外汇储备增加额-（贸易顺差额+外商投资额）”常常不能准确计算流入或流出的外汇资金状况。从这个意义上说，以“外汇储备增加额-（贸易顺差额+外商投资额）”来计算国际热钱，更像是针对中国外汇管理方式的一个特殊方法，它并不具有普遍意义。

四、缺乏实践常识引致收益估算失实

资金的运作收益，是强调“国际热钱大量流入中国”的人估算国际热钱规模的一个重要方面（占 17542 亿美元的比重为 31.41%）。他们认为：“热钱流入中国的动因，在于获得利息、人民币升值收益以及资产价格溢价。流入中国的热钱的投资对象大致包括银行存款、股票、房地产三类。我们假定，各年度热钱投资上述三类资产的规模均为三分之一。热钱投资银行存款将获得利息收入，投资股市将获得股票溢价收入，投资房地产将获得房地产溢价收入。”在此基础上，提供了一个经过估算的投资收益表。但这种投资收益的估算严重偏离了实践情势。

第一，它建立在对国际热钱数额（存量与增量）估算严重失真的基础上，似乎在国际收支表的 68 个项目（除“货物”和“直接投资”）所发生的盈余都在为获得对应收益而展开了存款、股票和房地产的投机。证伪只需列举几个例子就可：例如，中国政府从外国政府和国际机构获得的借款是否进行了这些操作？中国外汇储备在海外运作获得的收益是否投入了这些操作？外资企业从海外获得的短期经营性贷款是否从事了这些操作？如此等等。

第二，它建立在缺乏国际比较基础上。从汇价来看，2005 年 7 月 21 日中国汇率形成机制改革以后，人民币对美元的汇价处于升值走势，但人民币对欧元、日元等的汇价则处于明显贬值走势。在此背景下，国际热钱更愿意在自由出入的国际市场上炒作欧元、日元等的升值，因此，简单地盯住人民币对美元的升值，显然不符合实际情况。另一方面，从国际投资

¹⁰张明、徐以升《全口径测算中国当前的热钱规模》，乌有之乡网站。以下有关收益估算的引文均出自这篇文章。

收益来看，2006~2008 上半年，国际市场诸如石油、矿石、粮食等大宗商品价格快速上行，其上涨幅度超过了 100%，在这种条件下，有多少的国际资本愿意突破中国外汇进出的严格管理、冒非法进入中国境内的种种风险以获取每年 10%左右的投机收益？

第三，它建立在对股市操作缺乏基本常识的基础上。美国股市在经历了 2001~2002 年的新经济泡沫破灭引致的大幅下行后，2003~2007 年 10 月，道·琼斯指数从 7000 点左右一路上行到了 14000 多点；而中国股市在 2001~2005 年间基本处于下行走势，从 2245 点下跌到 1000 点左右。在这种中外股市明显反差的背景下，还会有“国际热钱”大量投入中国股市？2006 年 2 月以后中国股市持续上行，但在 11 月 20 日左右，当上证指数突破历史高点时，鉴于上证指数 A 股市盈率已达 26 倍，QFII 以海外股市思维（当时，道·琼斯指数市盈率 18 倍左右，恒生指数市盈率 21 倍左右），开始大幅减仓，同时，海外一大批金融机构（包括美国主要投资银行）集中唱衰中国股市，认为中国股市即将大幅下跌；2007 年 4 月初，在中信银行发股之前，中资机构投资中开始大幅减仓（当时上证指数市盈率已达 35 倍左右），此后，A 股指数一路上行，到 10 月 16 日上证指数达到 6124 点时，市盈率已达 70 倍左右，与道·琼斯指数的 18 倍市盈率差别极大。试想一下，作为长期投机于海外股市的国际热钱，在这种背景下，其操作理念准许他们将资金投入中国股市吗？其次，将所有资金按照股市指数的年度上涨率来计算收益率是缺乏操作常识的表现。任何的机构投资者都不会将所有资金在年初（如 1 月 2 日）全部投入股市购买股票，然后，在年末（如 12 月 31 日）再全部抛出股票，以结算当年收益。通常情况下，建仓是逐步展开的（这需要时间），减仓也是逐步展开的（这也需要时间）。另一方面，机构投资者极少会将资金全部投入股市转为仓中股票持续持有（因为，这意味着它将放弃此后各种可能的股市机会）。最后，在 2007 年 10 月 16 日之后，中国 A 股市场持续下跌，以至于到 2008 年 10 月曾经跌破了 1700 点。2008 年上证指数跌幅高达 65.39%，远高于道·琼斯指数 29.42%的跌幅，在此背景下，国际热钱是否应当流出呢？如果应当流出，那么，为什么监管部门的专项调查中没有发现外汇资金的大量出逃？如果不应当流出，那么，在中国股市呆上长达 6 年（即 2003 年到 2008 年）的资金还属“热钱”吗？这些资金实在是够“冷”了吧！

第四，它建立在对房地产市场操作无知的基础上。2003 年之后，中国房地产市场价格上行主要是指商品住宅价格持续上扬。对此，投资者可以有两种选择：其一，购买商品住宅。购买商品住宅，从看房、买房到拿到房产证大致需要 4~6 个月，卖房从找下家、谈判、再到付款、移交房产证也常常不是 6 个月内能够实现的。由此，“炒房”完全不如“炒股”那般简单，巨额资金的进出（与它对应的巨大规模的住宅买入和卖出）如何可能每每按照 1

年的时间完成？既然商品住宅价格持续上行，为什么要急急忙忙在 1 年内买后再卖，何不延长持有时间以获得更多的涨价收益？可这样一来，就不是“国际热钱”了。其二，投资建房。在商品住宅价格上行过程中，开发商获得了较高的收益，为此，外资也投资于建房。且不说资金进入中国境内和设立开发公司所需的时间，就是拍地、设计、建房以及配套设施完成等所需时间也在 2 年以上（如果是较大的楼盘，需要更多时间）。这些外资已不属于“热钱”范畴。最后，房地产市场不属金融市场范畴，将其列入在国际金融市场频繁操作的国际热钱的投机对象，本身就是不严谨的表现。

第五，它建立在对资产价格缺乏充分了解的基础上。资产并不仅仅由股票、房地产等构成，它包括了企业的股权、债权债务和各种有形资产、无形资产等。在中国调整经济结构的过程中，鼓励外资促进中国企业的资产整合，也允许外资进行股权并购。从 90 年代中期开始，外资在中国境内的并购案例就不断增加。既然资产价格呈上行走势，那么，这种并购所能得到的收益可能更为可观，那么，对外资来说，为什么它们不投资于此，而要做那些在中国境内受到制度限制的股市炒作、房市炒作呢？强调“国际热钱大量流入中国”的人没有给出答案。换句话说，为什么他们没有将这些并购收益列入国际热钱的追逐范畴？一个可能的理由是，这些外资的长期投资不属于国际热钱范畴。

五、简要的结束语

“国际热钱”在中国是一个相当敏感的论题，对它的规模判定，不仅关系到中国各类市场投资者的预期、选择和利益（从而关系到相关监管部门在保护投资者权益中努力程度），关系到社会各界对政府诸多监管部门（如商务部、中国人民银行、银监会、证监会、保监会、国家、外管局、海关总署等等）所形成的监管体系和各类金融机构（如存贷款金融机构、证券经营机构、保险机构、证券交易所和证券投资基金等）所形成的监督体系的信赖程度和国际社会对中国反洗钱能力的认知程度，并由此涉及到对中国金融体系国门安全程度的可信度，而且关系到对中国境内经济金融走势和可控程度的判断，关系到对 30 年来外资在中国经济发展过程中的功效判断从而对“对外开放政策”可持续性的判断。因此，不可妄下断言。

毋庸讳言，在对外开放程度扩大的过程中，国际热钱也可能流入中国境内。一个可见的事实是，一些香港人士将资金转移到境内炒股、一些内地人士也进入了香港等国际股市操作，但不论从股市资金总量看还是从中国境内的金融市场总规模看，这些个人资金的数额都微乎其微，远未到对中国金融市场（包括股市）和实体经济产生实质性影响的程度（更谈不上“冲击”），因此，可以忽略不计。

对国际热钱的来源、规模、操作和动向等等需要予以关注和研究是必要的。这不仅是为

了避免它们对中国境内市场的冲击，也是为了防范和避免在中国金融和实体经济“走出去”过程中遭到它们的冲击。但这种研究不应建立在哗众基础上，而应在各种数据充分扎实的基础上从国际眼光来看待国际热钱，一方面积极探索国际热钱在国际市场运作中积累的经验、技术、操作方法和相关程序，以服务于中国金融机构和企业在国际市场中的运作；另一方面，认真借鉴和总结世界各国和地区在应对国际热钱冲击方面的经验教训和制度安排，以进一步完善中国的相关机制。

主要参考文献

1. 李扬主编. 中国金融发展报告（2008-2009）[R]. 社会科学文献出版社 2009 年 6 月版；
2. 王国刚. 中国银行体系中资金过剩的效应分析[J]. 财贸经济 2008 年第 6 期；
3. 张明. 当前热钱流入中国的规模与渠道[R]. 中国社科院世界经济与政治研究所国际金融中心工作报告；
4. 国际货币基金组织. 各国汇兑安排与汇兑限制[R]. 中国金融出版社 2000 年版；
5. 国家外管局. 国际收支平衡表指标说明[R].