

熱錢效應對中國金融體系發展之分析

趙永祥

南華大學財務金融系暨財管所助理教授

摘要

2003 年起，中國外匯收支呈持續大額順差趨勢，平均每年新增外匯儲備超過 2800 億美元。在極端條件下，熱錢大規模撤離可能引發金融危機，從流動性過剩在短時間內轉變成流動性短缺，對經濟持續穩定發展影響較大；最近近一千億港幣熱錢流入中國內地投機的消息及近期農產品接二連三漲價問題，應可斷定中國經濟又開始進入一個熱錢進場高峰；隨著亞洲金融危機的結束和中國國內經濟的快速發展，人民幣呈現升值預期，加之美元利率持續走低，企業、個人和機構紛紛將境外資產調回，部分境外投機資金借各種正常和非正常渠道，採取分散、滲透的方式流入。國際熱錢之所以會流入中國主要是受人民幣升值預期以及美元的貶值的影響。受熱錢流入的影響，中國大陸不得不加大貨幣投放力度，因此，通貨膨脹的壓力得到了增加，央行的加息政策也受到了一定程度的制約。一般而言，投機性以及流動性是熱錢的特點，在進出期間，熱錢會引發相應的金融動盪，使嚴重的金融風險得到產生。對全球經濟發展史進行深入分析可知，諸多嚴重的金融危機都是由熱錢所引發的。所以，隨著大量熱錢的流入，中國大陸的金融安全也隨之面臨著巨大的挑戰，因此，相對在風險控管也需高度警戒，以防熱錢過多造成中國資產泡沫化危機之產生。本研究將對近年熱錢持續湧進中國，對中國整體金融市場發展是加分抑或減分？另一要探討問題是：加息是否將會導致熱錢大量流入中國房市和股市？中國國務院當前「打房政策」正積極進行，有抑制經濟過熱，預防資產泡沫化的危機之戰略性考量¹。然而，現在很難判斷熱錢流入規模，中國官方一直沒有對流入中國的熱錢有明確的統計數據。另一方面，加息是否將會導致熱錢大量流入中國房市和股市？並對中國未來的貨幣政策與人民幣走勢產生之可能影響進行深入分析。筆者建議貨幣財金當局可依「托賓稅」進行適合台灣國情實施之適度修正，無論是中國或是台灣，熱錢持續流入已經是無法避免之問題，兩岸貨幣當局應該要有能力與魄力有效管制來自已開發國家的投機性資金流入，以避免資產泡沫化危機發生而引發金融危機。

關鍵詞：熱錢、人民幣、貨幣政策、泡沫化危機、中國金融體系

A Study on the Hot Money Impacts toward the Development of China Financial System

Yuang- Shiang Chao

Assistant professor, Department of Finance & Institute of Graduate School
Nan-Hua University

Abstract

Since 2003, the average annual increase of China's foreign exchange reserves over 280 billion U.S. dollars. In extreme conditions, large-scale withdrawal of hot money may lead to financial crisis, from the excess liquidity in the short time into a liquidity shortage, the economic impact of more sustainable and stable development. Though, unlike previous occasions, it is ferocious and difficult to recognize, even as the stock and real estate market, the feel of this speculative way the strategy and profitability have undergone a qualitative change in the latest periods. Accompanied by the end of the Asian financial crisis and the rapid development of China economy, RMB appreciation is expected to appreciate, simultaneously, U.S. interest rates continued to depreciate, enterprises, individuals and institutions have to repatriate foreign assets. In another part, by a variety of foreign speculative capital and non-normal normal channels scattered, and the potential benefits investing in China inspired the inflow of hot money flowing into China during theses five years. The reason why the international hot money flows into China is mainly due to expectations of RMB appreciation and depreciation of the US dollar. China government should be on high alert in risk management to prevent too much hot money came into and resulted in asset bubbling effect caused by continuous hot money generated. In this research, the author tries to analyze the impacts of hot money toward overall financial market development and possible monetary policy arranged and China Yuan future developing trends that may affect in China.

Keywords: Hot Money, China Yuan, Monetary Policy, Bubbling Risk,
China Financial System

壹、熱錢之形成與與流竄

一、熱錢之形成

英文 Hot money 為“熱錢”¹一詞的來源，而熱錢也可稱之為遊資。在國際金融市場上，利期限較短的一類國際性資金就是熱錢，熱錢出現的形式可分為諸多種，主要是現金、短期債券、金融衍生工具、短期存款、商業票據等。投機獲利為熱錢流入的主要目的，其中涵蓋了套利、高額投資回報以及套匯等。隨著高額投資回報率的出現與增長，熱錢會隨之源源不斷湧入，因而大量的投機性資金也會進行跨境流動，這樣一來，資金流入國的資產價格就會受到嚴重影響，經濟的快速發展以及社會的和諧穩定也會遭到破壞。在步入後危機時代以後，世界經濟依舊處於金融危機的陰影之下，但從國家經濟復蘇勢頭這一層面來看，中國、俄羅斯、印度以及巴西等國家已取得了較好的發展。在追求安全升值的過程中，這些國家也開始為熱錢所覬覦。受熱錢流入的影響，中國大陸不得不加大貨幣投放力度，因此，通貨膨脹的壓力得到了增加，央行的加息政策也受到了一定程度的制約。國際間短期資金的投機性移動主要是逃避政治風險，追求匯率變動，重要商品價格變動或國際有價證券價格變動的利益，而熱錢即為追求匯率變動利益的投機性行為。當投機者預期某種通貨的價格將下跌時，邊出售該通貨的遠期外匯，以期在將來期滿之後，可以較低的即期外匯買進而賺取此一匯兌差價的利益；由於此純屬買空賣空的投機行為，故與套匯不同。在外匯市場上，由於此種投機性資金常自有貶值傾向貨幣轉換成有升值貨幣傾向的貨幣，增加了外匯市場的不穩定性，因此，只要預期的心理存在，唯有讓升值的貨幣大幅波動或實行外匯管制，才能阻止這種投機性資金的流動。

事實上，依筆者之多年研究，熱錢具有下列幾項特徵：1. 具有高收益性與風險性；2. 追求高收益是熱錢在全球金融市場運動的最終目的。當然高收益往往伴隨著高風險，因而熱錢賺取的是高風險利潤，它們可能在此市場賺而在彼市場虧、或在此時賺錢而在彼時虧，這也使其具備承擔高風險的意識和能力；3. 具有高信息化與敏感性，一國或世界經濟金融現狀和趨勢，對各個金融市場匯差、利差和各種價格差，對有關國家經濟政策等高度敏感，並能迅速做出反映；4. 具有高流動性與短期性，基於高資訊化與高敏感性，有錢可賺它們便迅速進入，風險加大則瞬間逃離。表現出極大的短期性、甚至超短期性，在一天或一周內迅速進出。5. 具有投資高虛擬性與投機性，熱錢是一種投資資金，主要指它們投資於全球的有價證券市場和貨幣市場，以便從證券和貨幣的每天、每小時、每分鐘的價格波動中取得利潤，即“以錢生錢”，對金融市場有一定程度的潤滑作用。如果

¹ 熱錢(Hot Money or Refugee Capital)，又稱游資或叫投機性短期資本，只為追求最高報酬以最低風險而在國際金融市場上迅速流動的短期投機性資金。熱錢的形成，是由於金融市場的全球化和國際性投資基金快速擴張的結果。很多資金充裕的國家的基金，除做中長線投資外，還保留部分流動資金尋找短期投資的機會，以尋求高回報率。再加上全球資訊流通的快速，一旦有了好的投資機會，全球的投資者都會發現，蜂擁而入，大量流動資本就會進入當地市場。這些資本有時可到百億美元，自然對當地市場的匯率、利率產生很大影響。

金融市場沒有熱錢這類風險偏好者，風險厭惡者就不可能轉移風險；但熱錢投資既不創造就業也不提供服務，具有極大的虛擬性、投機性和破壞性。

二、熱錢之流竄

熱錢進入中國大陸後的流向主要有以下幾個管道

(一) 金融市場

期貨以及股票市場等具有極強的投機性，外資很難以正規管道進入中國大陸金融市場，所以熱錢便以種種方式進入中國市場。熱錢的大量湧入，提高了新興市場的資產價格。熱錢的大量湧入，在一定程度上加劇了股市的動盪；而根據債券市場最新資料顯示，外資銀行逐漸滲透進中國大陸銀行間國債市場。受監管政策的影響，外資銀行目前難以直接進入中國大陸國債市場。但是，熱錢可以通過一個經常帳戶轉換成人民幣，然後一個人名義存入銀行，這樣資金就能以正當管道進入國債交易市場進行交易。對於這方面的真實資料還難以猜測，有待於進一步研究。自 1999 年底中國大陸進行期貨市場整頓以後，中國大陸期貨市場逐漸走上正軌，獲得了平穩、快速發展。2001 年中國大陸加入世界貿易組織，中國大陸不斷加強國際交流與合作，因而期貨市場的國際化程度顯著提高，同時其對國際市場的依賴也越來越強。隨著期貨市場國際化程度的增強，中國大陸期貨市場交易越來越受到海外人民幣升值等相關產品交易的影響。

(二) 房地產市場

房價的持續走高與國外熱錢的不斷湧入和國內資產投機者的炒作有著直接的聯繫，這兩種勢力相互勾結，已經逐漸形成不同形式的壟斷聯盟。近幾年，中國大陸外匯管理局不斷改進工作方式，加強了對外匯指定銀行的監管，將結算程式和匯兌納入調查範圍。審查結果顯示，某些銀行嚴重違反了國家外匯管理的相關條例，放寬了製造業公司或者外國投資進入中國國債交易市場的許可權，允許其以應收賬款款項或註冊資本的名義將外幣兌換為人民幣。同時還發現，這些資本並沒有如期進入製造行業，而是以各種形式被應用到證券投資市場、房地產市場或者個人帳戶。當前，國家相關部門採取了各種措施抑制房價猛漲，但是成效並不明顯，而且有些投機者以熱錢為支撐，公開與政府相對抗。熱錢的大規模流動造成了房地產價格的猛漲，而房價的無限制上漲不利於人民生活水準的提高和經濟的平穩快速增長，熱錢一旦撤離房地產市場或者房地產市場泡沫破裂，將給中國大陸經濟發展帶來無法挽回的損失。

(三) 地下錢莊

目前，中國大陸東南沿海地區的私人錢莊主要包括從事洗錢活動、發放高利貸以及與外商勾結等三種類型。而熱錢是私人錢莊的主要經濟來源之一，預計高達 500 億美元，錢莊老闆非法使用外資進行套匯和高利貸業務，嚴重擾亂了金融市場秩序，造成極為惡劣的社會影響。如果不加以改造，這些私人錢莊便無法

合法化和公開化，那麼他們也不可能放棄高額利潤而停止洗錢和高利貸活動。由此可見，私人錢莊與私人銀行完全是兩個不同的概念，它有著極強的社會危害性，政府要嚴厲打擊私人錢莊的違法犯罪行為，同時對於願意改正的進行規範管理。熱錢會在房地產市場、債券市場、股票市場以及其他市場不斷尋找賺錢機會。在熱錢流入時會炒高東道國的股票、房價等等，進而通貨膨脹；當熱錢大規模迅速流出時，又會引發房地產價格迅速回落、股票市場大幅震盪等不良後果。

貳、國際熱錢流竄原因與時機

一、國際熱錢所以流入中國之原因

國際熱錢一般流向主要有兩個流動熱源：一是短期利率正處在波段高點或還在走高；二是短期內匯率蓄勢待發正要升值，因此，只要符合以上兩個要件，熱錢就源源流入。國際熱錢鎖定目標主要是以下幾項標的市場：發展中國家，經濟正在起飛，國民所得正在成長，股市正待上揚，房地產等資產價格正在上漲的市場，只要相對於別國符合以上條件，就能吸引八方熱錢而來。近年國際熱錢之所以會流入中國主要原因是受人民幣升值預期以及美元的貶值的影響²。自 2002 年以來，美元不斷貶值，美元的貶值使得國際資本離開美國，而中國由於人民幣升值預期和經濟的長期增長潛力，成為國際資本流入的主要地區之一；其次是中美利差拉大，相對較高的人民幣利率水準以及人民幣匯率繼續升值的確定性，給熱錢帶來套利機會；第三是資產價格的膨脹。從 2003 年以來直到 2013 年 Q4，中國經濟增長進入一個高速增長的週期，GDP 年均增長都超過或接近兩位數，並帶動了房地產市場和證券市場的繁榮，各類資產價格不斷膨脹為大量境外熱錢湧入中國追逐套利提供了一個投機機會。

二、熱錢湧入與中國加息之關連性

加息雖然能在一定程度上抑制通貨膨脹，但也會造成一定負面影響，比如人民幣升值的壓力和大量熱錢湧入。在制定貨幣政策時，首要考慮的應是國家經濟的基本面，而不是外在的因素。依筆者近年對中國貨幣政策之研究，通貨膨脹相對於熱錢和人民幣升值的壓力，對中國國內經濟的破壞會是全局性的一種效應，若處理不好熱錢問題，不至於會對中國經濟造成毀滅性影響；然而，處理不好通貨膨脹，則會影響社會問題，當前就中國經濟發展的主要矛盾而言是通貨膨脹，而非熱錢和人民幣升值之問題。短期來看，加息可能會影響人民幣的走向，長遠來看，加息對人民幣升值的壓力不大，乃因人民幣升值主要涉及的是外貿情況，利率主要影響的是資本市場，並不對匯率造成直接影響。至於熱錢，筆者研究觀察，認為今年仍會大量流入中國，中國央行對於熱錢流入目前仍無行之有效的解決辦法。

另一值得探討之問題是：加息是否將會導致熱錢大量流入中國房市和股市？對此一問題，筆者認為，熱錢並不是完全看好中國的房市和股市在今年第二季後的發展，乃因中國國務院「打房政策」是玩真的，有其抑制經濟過熱，預防資產

泡沫化的危機之戰略性考量³。然而，現在很難判斷熱錢流入的規模，中國官方也一直沒有對流入中國的熱錢有明確的統計數據。加息是否將會導致熱錢大量流入中國房市和股市？另一方面，加息對熱錢流入中國所造成的影響為何？

三、熱錢流動體系

要進一步探討熱錢流動體系（存在與流出）之前，須清楚了解熱錢的存在處。首先，熱錢主要是存在銀行體系，當國外投機資本流入，兌換成人民幣，直接存入商業銀行。現在人民幣一年期的利率為 4.14%，美國聯邦基金利率為 2%，從人民幣升值的速度來看，通常預測一年可能達到 10%，則美元對人民幣的貶值幅度要超過 10%，因此投機資本在中國的收益率要大於 4.14%+10%，遠遠高於 2%（不考慮交易成本），差幅要大於 12.14%。也就是說，投機資本在中國待一年，收益率要高於 14.14%，比在美國投資的收益率要高，差幅超過 12.14%。因此，可以看出，投機資本流入，即使什麼也不做，超額利潤率也是相當高的，投機資本也能夠獲得套匯和套利的雙重收益。

其次，是流向銀行的借貸市場。國內美元貸款利率與人民幣貸款利率具有連動性效果，同時人民幣又有升值趨勢，國內借美元比借人民幣更合算⁴。實際上，企業通過外匯貸款可以獲得外匯貸款利率小於人民幣貸款利率的利差收益和人民幣升值帶來的匯兌利潤。根據央行統計資料顯示，從 2005 年 1 月份到 2007 年 3 月份的兩年多時間裏，外幣貸款增加僅為 359.47 億美元；從 2007 年 4 月份到 2008 年 5 月份的一年左右的時間，外幣貸款增加為 1026.38 億美元，約為前者的 3 倍左右。因此，隨著國內美元貸款利率和人民幣貸款利率倒掛，國內外幣貸款顯著增加，通常投機資本以短期外債的形式流向銀行的借貸市場。

熱錢第三個存在處是在民間借貸市場。自 2007 以來，央行已 14 次提高法定準備金率、6 次提高銀行存貸款利率，同時為了防範投機資本流入，外管局還多次出臺政策，大幅下調金融機構的短期外債餘額指標，緊縮了商業銀行信貸。從緊的貨幣政策不僅對大銀行有影響，特別對一些實力較弱的中小銀行影響更是巨大，這些銀行普遍感覺信貸資金不足。通常中小企業從大銀行融資困難，它們主要是從中小銀行進行融資，但現在它們卻不得不更多地依賴於民間借貸市場。根據最近有關大陸媒體報導，大陸溫州地區的民間貸款利率甚至超過銀行貸款利率的 10 倍，貸款者暴利可見一斑。中國社科院的報告也認為，民間借貸利率的不斷上升，吸引了大量投機資本流入。

熱錢第四個存在處是流向資產市場，主要是會流向房地產市場和股票市場。在資產市場價格不斷上漲的情況下，熱錢不會只存在銀行裏，而是投資於股票市場或房地產市場去追逐更高的收益。熱錢在中國境內投資獲得的收益率則等於在境內資產市場的收益率加上美元對人民幣貶值的幅度。因此，只要境內資產市場的收益率加上美元對人民幣貶值的幅度大於美元的利率，則熱錢在境內投資的收益要比在國外投資的收益大，因此，熱錢流入將會獲得更高的收益⁵。

熱錢第五個存在處是流向投機性商品市場。目前中外糧食價格和油品價格倒掛吸引熱錢滲入。按照價格平準原則，同一樣商品在國內外的價格按照匯率換算後，價格應是相同的，投機就無法獲利。如果存在價差，熱錢在國內購買糧食和成品油，然後再走私出國，即可以獲得投機性之利潤。實際上，熱錢流入首先兌換成人民幣，購買相對低價商品，然後再出口或走私到國外，就可獲得投機利潤，價差越大，獲得利潤越多。目前隨著國際糧價和油價大幅上漲的情況下，中國糧食和成品油走私有明顯上升趨勢。

上述說明熱錢可能選擇的投機進入方式，無論哪一種方式，只要熱錢進入中國市場，都可獲得人民幣升值的收益，較不同的是熱錢進入不同的市場，投機收益和風險分擔會有所不同。如果是投資在銀行體系或外匯貸款市場上，則收益會比較穩定，市場風險也會比較小。雖然民間借貸市場的收益率較高，但違約風險通常較高，也難以得到法律的保護。而房地產市場和股票市場應該是投機資本所偏好的場所，雖然股票市場有一定風險和不確定性，但許多國外投機資金在國際金融市場上有著幾十年操作經驗，其操控市場的能力十分強大，往往會達到四兩撥千斤之效果，對股市短期漲跌的影響力會較為明顯。目前，雖然中國資本市場在短期內出現大幅度波動，但中國宏觀經濟仍會繼續保持快速增長的勢頭，股票市場與房地產市場的發展潛力巨大，這兩個資產市場一直也是熱錢覬覦的投資對象。還有，商品市場的投機收益高，但國家對糧食和成品油出口都有嚴格管制，再說這是實物貿易，面臨海關的嚴格審查，投機的風險也較高。因此，筆者認為，目前直接把資金存在商業銀行，應該是投機性資本的主要流向管道；房地產市場和股票市場是投機資本流入的潛在重要管道，但這依賴於資產市場是否處於價格上漲的通道中，還需進一步重點關注。另外，民間借貸市場和商品市場投機風險相對較高，只有高收益高風險偏好者才會投機，這一規模增長總體上應該有一定的限制。

參、熱錢對中國金融市場發展之影響

熱錢湧入對中國金融市場之發展可能造成之影響主要有以下幾項。

一、熱錢流入中國衝擊中國經濟與金融體系經濟

近幾年大量熱錢以隱蔽的方式流入中國，為尋求高額利潤四處流竄，主要攻擊目標是國內房地產市場、股市、債市和期貨市場等，對經濟健康發展是一種不可忽視的威脅（請參閱表1）。近年來，中國境內房市樓價脫離實際價值飆升，與熱錢不無聯繫。期貨市場中燃料油、煤炭、鋼材、期銅等價格的大幅漲跌波動，也明顯可見熱錢的身影。但熱錢終究不是有效資本，進入中國就是為牟取暴利，撤走之後將會引發股市、樓市大跌，增加國內金融市場的不穩定性。

在美元貶值不止的背景下，國際熱錢將是國內股市樓市巨大的價格推手。中國國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松曾表示：「在當前國際市場流動性異常充裕和國內貨幣信貸大幅增長的情況下，國內資產泡沫形成的先決條件已

經具備。股市上漲是皆大歡喜的好事，有利於國民財富的積累。但熱錢催生出來的泡沫，就得時刻當心它的破滅。」國際熱錢對中國金融體系主要的影響層面有下列幾項。

(一)對證券市場之影響

根據有關資料顯示，2008 年以來 A 股市場與國際股市聯動密切，證明有大量熱錢在中國股市上活動。2007 年一季度股市上漲時期，中國外匯儲備減貿易順差的值與上證指數呈現出一定的正相關性，由於熱錢進出頻繁，放大了股市的震盪幅度和投資風險，不利於證券市場平穩健康發展。業內人士認為，熱錢的快速進出，往往會帶來資產泡沫的膨脹之憂與破裂之禍。熱錢流入，會加劇國內的流動性過剩，進一步推高資產價格；而一旦美聯儲重新開始加息，熱錢流向可能再度逆轉，從而刺破資產價格泡沫，給國內資產市場帶來劇烈波動；外資流向對亞洲主要國家股市表現之影響請參閱表 1。

表 1 外資流向對亞洲主要國家股市表現之影響

表1 外資流向之處 亞股隨之起舞						
	外資流向	股市表現	外資流向	股市表現	外資流向	股市表現
國 家	台灣		印度SENSEX		印尼	
2007年	477.5	8.7%	18,517.8	47.1%	3,656.2	52.1%
2008年	-16,363.8	-46.0%	-13,336.4	-52.4%	1,801.1	-50.6%
2009年	15,616.9	78.3%	18,004.8	81.0%	1,384.3	87.0%
2010年	9,577.2	9.58%	29,183.2	17.4%	2,344.9	46.1%
國 家	南韓KOSPI		泰國SET		菲律賓PSEI	
2007年	-29,094.8	32.3%	1,853.4	26.2%	1,353.8	21.4%
2008年	-36,742.5	-40.7%	-4,942.2	-47.6%	-1,135.3	-48.3%
2009年	24,445.6	49.7%	1,136.8	63.2%	419.6	63.0%
2010年	19,656.6	21.9%	1,919.3	40.6%	1,231.6	37.6%

單位：百萬美元

資料來源：Bloomberg，統計至2010年12月底。

(二)對房地產市場之影響

由於中國房地產市場發展時間不長，尚未形成完整有效的市場管理機制，境外熱錢流入中國房地產市場，容易刺激房價增長過快，受其影響境內居民往往跟風入市，與熱錢彙集將房價越炒越高，與真實價格脫離，出現房地產泡沫。尤其是熱錢主要投資於高端市場、高檔住宅及其他豪華地產等，而中國境內居民需求則以普通和經濟適用房為主。因此，加劇中國房地產市場開發供應結構不合理，使大量資金過渡追逐房地產，造成銀行房貸規模快速擴張，貸款風險向銀行轉移，房地產價格泡沫指數上升。

最近熱錢又在新興國家地區亂竄，尤其是大中華地區，引發中國、香港與台灣金融主管單位注意。由於熱錢的投機性本質與數量之大，經常是造成泡沫經濟的主因之一，各國不能不嚴加監控，否則，一旦有任何風吹草動，金融情勢一定

動盪不安；對付熱錢的投機性流竄已成為兩岸央行的重大課題⁶。中國國家外匯管理局國際收支分析小組發佈《2010 年中國跨境資金流動監測報告》指出，過去十年熱錢總體呈小幅淨流入態勢，年均流入近 250 億美元，占同期外匯儲備增量的 9.0%。根據此份報告指出，從長期看，中國外匯儲備增加與實體經濟活動基本相符；流入中國境內熱錢估算。2011 年 2 月 17 日，中國國家外匯管理局發佈一份《跨境資金流動監測報告》，首度披露中國官方對熱錢估算資料：2010 年熱錢淨流入 355 億美元，占外匯儲備增量的 7.6%，占當年 GDP 的 0.6%。並且在過去十年中，熱錢年均流入中國近 250 億美元，占同期外匯儲備增量的 9%。2003 年至 2010 年，人民幣單邊升值預期強化，熱錢合計淨流入近 3000 億美元，今年 2 月，中國外匯儲備局統計一份不明來源資金估算表值得參考(請參閱表 2)。

台灣今年開年後的前幾個交易日，即明顯的出現熱錢蠢動跡象。三個交易日，新台幣匯率勁升 3.78 角。2011 年 1 月 5 日，在中央銀行柔性勸導下，新台幣兌美元匯率才縮小升值幅度，小升 3.8 分，收在 30.860 元兌 1 美元；目前新台幣匯價維持在 29.5-30.5 高檔區，央行仍需嚴加戒備⁷。以台灣而言，台北外匯市場是一個「淺碟型」的市場，一旦有資金大幅匯入，就會在市場上引發波瀾四起。不少人認為，最近台北豪宅價格屢創新高，就是熱錢炒作的結果。一旦熱錢撤出，豪宅價格崩盤，受害的就是跟進豪宅風的購屋者。

熱錢持續流入很容易帶來資產泡沫化之危機⁸。因為中國大眾的財富追求動機較強，因此熱錢會渾水摸魚，乘虛而入。而且，因為通脹形成後，銀行資金就會流入高收益高風險的股市和期貨市場等，而政府一旦過度干預股市和其他資本市場的健康發展，又會影響到老百姓的家庭財富，從而影響到他們消費的能力和抵禦通脹與金融危機衝擊能力。

(三) 對中國外匯市場之影響

近幾年，中國對外貿易、吸引外資勢頭強勁，國際收支出現較大順差。與此同時，美、日等西方國家對華貿易逆差較大，其國內經濟又不景氣，便極力鼓吹人民幣升值，企圖壓制中國出口，轉嫁困難。近年來，中國外匯儲備大幅增長，讓美、日等國抓住口實，竭力鼓吹人民幣升值。在這種情況下，熱錢不斷流入中國投機套利，使國家外匯儲備的數量、規模劇增，既給美、日等國鼓吹的人民幣升值論提供了直接支援，增強了人民幣匯率升值的壓力，同時又進一步擴大了人民幣升值預期，使中國現行的匯率制度受到嚴峻挑戰。

表 2 2010 年中國不明來源資金估算

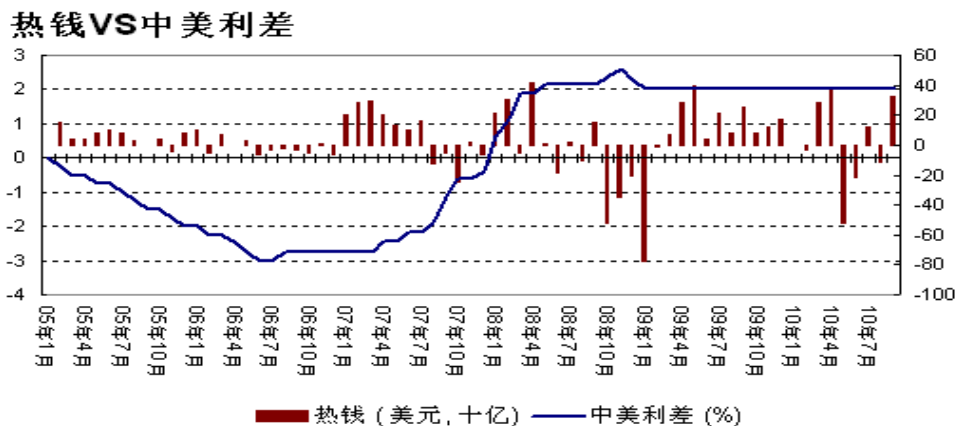
今年以来各月不明来源资金估算（单位：亿美元）					
月份	外汇储备 余额	当月新增 外汇储备	当月 贸易顺差	FDI（外商 直接投资）	不明来源 资金
1	19134.56	-325.74	389.7	75.41	-790.85
2	19120.66	-13.9	48.14	58.33	-120.37
3	19537.41	416.75	185.1	84.03	147.62
4	20088.8	551.39	131	58.92	361.47
5	20894.91	806.11	133.9	63.79	608.42
6	21316.06	421.15	82.5	89.6	249.05
7	21746.18	430.12	106.3	53.59	270.23
8	22108.27	362.09	157.1	74.99	130
9	22725.95	617.68	129.3	78.99	409.39

資料來源：中國國家外匯管理局，2011 年 2 月 20 日

中國現行匯率體系以及美元持續貶值，才能吸引熱錢進來。因此，只要人民幣升值預期不變，隨著流入熱錢的增多，人民幣升值的壓力就會越大。最後，熱錢的流出，也同樣會使經濟劇烈波動。隨著美國聯準會 7 次升息，美元利率提高增強美元吸引力，加上對人民幣升值預期不確定性增加，如果熱錢大規模迅速流出，就會使一些投機氣氛較大的市場價格會大幅波動，如房地產價格迅速回落、債券價格以及股票市場大幅震盪等，因此，熱錢流入，將進一步加大人民幣對外升值之壓力。筆者觀點：熱錢的流入有兩個重要條件，條件一是經濟大起大落，另一則是需有投機機會與套利空間。加息將有助於中國經濟和金融市場的穩定發展，另一方面，則有助於抑制資本的流動。資金大量流入中國肯定會持續進行，加息只是原因之一，另一原因是發達國家貨幣貶值造成全球資金流動性過度泛濫。但無論如何，熱錢的流入似乎是不可擋之趨勢，至於如何應對這種趨勢，筆者認為，不必太過擔憂，因為中國對熱錢的監管是非常慎重且嚴謹。

二、熱錢流入對中國央行貨幣政策制定之影響

在中國資本項目仍然管制的條件下，熱錢的影響主要表現在對匯率的衝擊上，央行為了保持匯率穩定，在熱錢不斷湧入的情況下，不得不大量買入外匯資金，貨幣供給大大增加。另一方面，為了抑制熱錢的流入，加大其成本，需要壓低人民幣利率。兩者的結果使得市場上的流動性大大增強，這又有可能造成通貨膨脹和經濟過熱。為保持匯率穩定，國家必須購買交易市場上溢出的外匯，在外匯管理局帳目上的相對反應就是外匯占款⁹。外匯儲備增加無異於投放基礎貨幣，外匯占款增加直接增加基礎貨幣供應量，熱錢進入國家外匯儲備越多，人民幣的發放增長就越快。再通過貨幣乘數效應造成貨幣供應量的大幅度增長，使得流通中的人民幣迅速增多。這不僅增強國內通貨膨脹的壓力，而且弱化央行對貨幣供應量調控的能力及效應，不利於央行宏觀調控目標的順利實現。



来源：作者估算（热钱）；中国人民银行、美联储官方网站（中美利差）

圖 1 熱錢與中美利率差異分析

（一）對貨幣政策之影響

熱錢大量湧入會增加中國貨幣政策配合產業升級和結構調整的難度，因為大量外匯占款，會帶來人民幣不斷升值和流動性日益增加的效果，最終為了保證實體經濟的承受能力，央行不得被動地緊縮資金，從而很有可能影響到經濟發展所需要的正常的資金需求。今後一旦美國加息或韓朝開展等地緣政治事件發生，就可能會出現大量外資集體離場現象¹⁰。

（二）對外匯政策之影響

加強外匯管理和資本管理。尤其是外管局、商務部、銀監會、證監會等部門之間要保證信息的暢通和政策的協調；藉由對匯率的雙向干預調整以及增加進口等手段來緩解人民幣單邊升值的預期，同樣要通過諸如動用戰略儲備，調節市場供需失衡結構，打擊投機等控制物價的有效方法來減少市場對加息的預期。

三、熱錢流入易造成中國金融體系動盪並引發金融危機¹¹

長期以來，中國經濟的高速增長，資產價格不斷上漲，大量吸引投機性資本的流入。2005 年以來，中國境內股票市場的非理性上漲，熱錢的流入應該起到推波助瀾的作用；2008 年至今（2011 年 2 月），A 股劇烈調整，並持續走低，但熱錢卻大規模流入，國際熱錢是否會進行投機性之短期投資，進而造成資產泡沫化危機值得後續關注。同時，近年來國內房地產需求也一直處於高速增長階段，房地產投資的預期回報相當可觀，進一步誘使大量熱錢進入，2004 年後，中國房地產銷售價格快速攀升，熱錢持續湧入中國無疑也會起一定的通貨膨脹之推動效應。因為熱錢大量進入，影響貨幣政策正常操作，擾亂金融體系的正常運行，加劇國內通貨膨脹的壓力。2010 年全年基礎貨幣投放達到 6600 多億元人民幣，按照測算大約 1000 億美元的熱錢流入，就有 8000 多億元人民幣，因此，僅僅熱錢流入就超過了全年的基礎貨幣投放額。這迫使央行在公開市場業務大量運用央行票據強行沖銷，僅 2011 年央行就發行近 2.8 萬億元票據對沖，這大大增

加了央行的操作成本，同時也使得中國貨幣政策主動性不斷下降，貨幣政策效果大打折扣，增加通貨膨脹的壓力。

肆、中國對熱錢效應之因應政策

在「有效疏導」熱錢方面，筆者提出以下幾項可以考慮之因應政策。

一、以通過諸如增加遺產稅、降低企業所得稅等稅收措施

讓中國境內金融投機資本轉變為扶持產業的投資資本以減少資產泡沫化之危機。讓熱錢不要躲在游資當中，讓金融監管體系無監管之着力點。

二、引導游資或熱錢集中在單一金融投資場所便於監管

選擇股市要比樓市好。只要讓有希望的企業在制度和監管的保護下將低成本的資金轉變為利於國家發展的產業資本就可以解決今天流動性泛濫之問題。

三、制訂鼓勵外資企業進行中長期之實體投資之政策

當今中國經濟發展可有效創造雙贏效果，但也需防止陸資企業在合作經營中捲入到「貨幣錯配」（短期借款，長期運用）的貨幣運用扭曲之盲點中，制定鼓勵外資企業進行中長期之實體投資之優惠政策。

四、嚴密控制地方債務，有效緩解中國金融機構過度信用擴張之信用風險

貨幣當局需採取相互協調的貨幣政策與金融監督管理措施，兩者雙管齊下但不互相牽制，避免讓擁有游資的投機客或熱錢利用互相衝突政策去賺取低風險的套利收益。另一方面，可以避免銀行儲蓄資源在通脹預期下容易和熱錢掛鉤，進行炒匯。除此之外，也需採取一些防範措施，避免驚動熱錢在不備之中集體離場，讓金融市場產生過度反應。最後，筆者認為，建立一套透明化的預警機制和干預措施實有其必要，中國金融監督管理機構在防堵熱錢問題制定七項措施，以防止市場在突發性政策實施面前出現過度反應，做到打擊熱錢同時也不會傷害金融市場正常發展所需之資金（請參閱表2）。

表 2 中國防堵熱錢重要措施與影響

中國防堵熱錢7項措施與影響	
項目	內 容
一	設銀行結售匯頭寸下限，以利外匯資金留存銀行體系。
二	將來料加工收匯比例由30%調降為20%。
三	嚴格金融機構短期外債指標和對外擔保餘額管理，此將增加台商取得遠期信用狀難度。
四	加強外商投資企業境外出資管理。
五	加強境外上市募集資金調回結匯的真實性審核。
六	加強境內機構和個人設立境外特殊目的公司的管理。
七	加大對違規銀行的處罰力度。
整理：李書良	

資料來源：中國新華網財經單元, 2011 年 1 月 26 日

熱錢過度炒作獲取高額收益會形成不利的示範效應，引導眾多實業投資資本進入金融投資領域，會造成金融資產價格脫離其實際價值創造能力，最終引發金融泡沫。而在金融泡沫破滅之前，投機經驗豐富的熱錢往往先于實業資本脫身而出，最終資產價格暴跌由相應的實業投資者買單。滬深 A 股市場自去年底以來出現快速調整之後，企業利用自有資金或銀行貸款投資資本市場失利，並造成企業盈利能力大幅下降的報導早已屢見不鮮。

從宏觀金融監管角度來看，加強對熱錢流入流出的監管是關係到社會經濟穩健發展的必行措施。其中，監測熱錢流入流出的各項管道，把握熱錢流動的實際規模是一個方面；另一方面也要對熱錢善加利用，將其規模和提振金融資產市場的作用限定在合理的範圍之內，更是熱錢監管的深層工作。換句話說，如能將熱錢轉化為推動中國實體經濟發展的資金來源，那才算真正達到熱錢監管的目標。

伍、結論與建議

一、結論

事實上，對付熱錢，已成為各國央行的重大課題。在次貸危機時一度平息的熱錢，2009 年下半年起又四處湧動。在美元貶值和全球流動性氾濫的背景下，大量套利資金湧入國際大宗商品市場和新興經濟體，包括股市、房市在內的新興市場資產泡沫被急劇放大。不僅是巴西、印尼，套利資金正持續湧入亞洲等新興經濟體，如中國大陸、香港等地，使包括股市、房市在內的新興市場資產泡沫持續膨脹，將新興市場貨幣政策帶入兩難境地。對每個國家而言，為維持金融市場的安定，對抗熱錢有其合理性。中國金融當局為嚴厲打擊熱錢等異常跨境資金流

入，維護國家經濟金融安全，從 2013 年 2 月開始，中國外匯局在 13 個外匯業務量較大的省（市）組織開展應對和打擊熱錢專項行動，有針對性地對重點主體、重點管道熱錢流入進行查處，已查實 198 起涉嫌違規案件，涉案金額 73.58 億美元，專項行動取得階段性成果。防範熱錢是中國央行外匯管理部門的職責之一，同時也需各方配合，標本兼治；中國外匯局對查實的違規案件依法給予處理，並將積極加強與相關部門的協調，發揮監管合力，不斷提高應對和打擊熱錢流入的針對性和有效性。

由於熱錢總是找最有利的地方流動，且因其投機性本質與數量之大，經常是造成泡沫經濟的主因之一，故各國莫不嚴加監控。然觀察熱錢的動向，美元強弱是重要指標；目前美國經濟結構和模式並未出現明顯變化，其國內財政赤字和貿易赤字仍巨大，也沒有出現新的經濟增長點，加上美國國際地位正處於下降之中，致使長期美元仍不看好，短期間熱錢回流美國機會不大。反觀新興國家的經濟，在持續復甦之中，而這些強勁的經濟增長，將是支撐中國可以吸引熱錢的主要能量。

筆者建議，為防範資產價格泡沫導致系統性風險，控制金融槓桿將成為新興市場的首要政策重點。可採取的措施包括：嚴格執行住房抵押貸款規定；限制股票市場保證金交易；嚴格執行銀行資本充足率要求；不對稱放開外部資本帳戶控制，引導資本流出，限制資本流入；防止可能導致熱錢流入的匯率的單向變動。另一方面，為緩和熱錢的衝擊，侵入性的直接金融管制，或是公開市場操作，副作用都不小；基於金融自由化之精神，「道德勸說」亦非長久之計。從過去的經驗中可以瞭解一重要現象，不合理的匯率制度或僵硬的匯率機制，是國際熱錢對一國發動攻擊的重要因素。靈活、有效、能及時反映外匯供求的匯率調控機制的建立，使熱錢沒有可以攻擊的靶子。

對中國政府貨幣政策主管當局而言，首先應該加強資本流入尤其是短期投機資本的管理和監督¹²；其次，要保持宏觀經濟的穩定和政策的相對連續性以使得資本流動可持續，而這也是防止資本流動逆轉最根本的因素；此外，保持匯率安排一定的靈活性也是必要的。中國將繼續加強對熱錢等異常跨境資金流入的監測分析和打擊。加大對違規資金流入的查處和懲罰力度，對地下錢莊、網路炒匯等外匯違法違規行為開展打擊行動，對熱錢流入形成一定威懾力。同時，完善監測預警體系，完善跨境資金流出入應急預案，形成對資本流出的雙向監測、預警與應急反應機制，密切防範國際收支風險，切實維護國家經濟金融安全。

二、建議

各國金融主管機關面臨的挑戰是，如何在對抗熱錢之餘，又不讓經濟一急凍，引發市場的崩盤。觀察熱錢的動向，美元強弱是重要指標。由於未來美元能否持續走強仍存不確定性，加上新興市場仍將是今年的全球投資焦點，新興市場對跨境資金仍有吸引力。從美元來看，美國經濟結構和模式並未出現明顯變化，其國內財政赤字和貿易赤字仍巨大，美國沒有出現新的經濟增長點吸引資金流入，美國國際地位正處於下降之中，長期來看美元仍不看好，因此，短期間熱錢

回流美國的機會不大¹³。另一方面，新興國家的經濟也在持續復甦之中，這些強勁的經濟增長將支撐了吸引熱錢的能量。由多家國際投資銀行發表的 2014 年投資展望報告紛紛表示，歐美已開發經濟體的經濟仍然疲弱，預計資金會繼續流入新興經濟體。如高盛和摩根大通在報告中表示，看好亞洲尤其是中國市場，稱今年將有大量資金湧入亞洲尤其是中國內地。

由於已開發國家與發展中國家的增長有明顯差距，大量資金將持續由歐美等地流入亞洲，甚至可能造成亞洲市場流動性氾濫，這就意味著今年熱錢仍將助推新興市場的股市及房市，也將讓油價居高不下。尤其是大陸股市及房地產將受熱錢青睞，這種結果將導致中國大陸資產價格的進一步膨脹，吹大中國大陸的資產泡沫。事實上，中國大陸現在已經成為全球最大的泡沫，尤其是中國大陸的房地產偏熱，已到了泡沫破滅邊緣，這其中所蘊含的風險著實令人擔憂。目前，很多機構都預期今年年中可能是貨幣政策轉向的時間視窗，屆時熱錢如果集中撤出，陸股及大陸房市將面臨極大震盪。

以長期觀點看，要防止熱錢的快進快出對經濟造成不利衝擊，需要著眼於兩個長效機制的建立。首先是致力於解決經濟發展中的失衡問題，增強經濟增長的穩定性；健全國內金融體系，分散資金過度集中帶來的資產泡沫問題。其次，是建立彈性的匯率制度。第三，不管稅率高低，即使立法程序費時，附加稅是對金融市場扭曲最小之方案。筆者建議貨幣財金當局可依「托賓稅」進行適合台灣國情實施之適度修正¹⁴，針對投機性資金加重課稅，即使在技術上有其困難，但卻可以行之長久。筆者認為，無論是中國或是台灣，熱錢持續流入已經是無法避免之問題，兩岸貨幣當局應該要有能力與魄力有效管制來自已開發國家的投機性資金流入，以避免資產泡沫化危機發生而引發金融危機。

參考文獻

1. 中國央行，2009 年第四季度貨幣政策執行報告。
2. 中國人民銀行，2009 年第四季度貨幣政策執行報告。
3. 唐風(2009)，新貨幣戰爭-熱錢輸入，中國貨幣危機雪上加霜，3 月 2012 年 12 月，89-91，大地出版社。
4. 中國證券報(2011)，人民幣溫和升值 熱錢流入常態化，2010 年 12 月 24 日。
5. 于文濤(2008)，國際熱錢流入的影響分析及建議，中國經貿導報。
6. 楊元傑(2008 年 6 月)，熱錢流入的管理：新興國家的啟示，中國金融。
7. 張宗新(2012 年 12 月)，熱錢與監管部門的博弈：決定中國經濟走向的第三種力量」，新金融。
8. 大陸前進(2013 年 8 月)，熱錢流入中國的套利機制及其防範，上海金融。
9. 李書良(2013 年 11 月)，中國如何防堵熱錢重要措施報導，新華網。
10. 中國新華網財經單元，2011 年 1 月 26 日
11. 中國人民銀行 2013 年年報，
<http://www.pbc.gov.cn/publish/yanjiuju/349/index.html>
12. 中國金融網 <http://www.zgjr.com/>
13. 中國財經頻道 <http://finance.jrj.com.cn/>
14. 中國銀行業監督管理委員會
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/index.jsp>

註解(Footnotes)

¹畢竟中國股市和房市已經有泡沫化之跡象，熱錢進入中國主要是看準人民幣將會持續升值，然而股市和房市只是熱錢的落腳點，且當下也沒有別的更好落腳點。畢竟熱錢必須得有流動性，以保證隨時套現。

² 2006 年 9 月之前，美國維持著相對高檔的利率，且美元相對於其他貨幣，具有更為保值及穩定的特性，所以全世界各地的資金，願意駐足美國，規避風險，享受美元獨強的地位，熱錢的流動還不至於到泛濫的地步。但自 2007 年下半年後，美國維持低利率政策，金融風暴以後，美元的優勢又遭質疑，美元看貶，使熱錢大量流出，增加新興市場的金融不安定性。

³畢竟中國股市和房市已經有泡沫化之跡象，熱錢進入中國主要是看準人民幣將會持續升值，然而股市和房市只是熱錢的落腳點，且當下也沒有別的更好落腳點。畢竟熱錢必須得有流動性，以保證隨時套現。

⁴根據中國央行 2006 年第四季度貨幣政策執行報告的資料顯示，從 2006 年下半年開始美元貸款利率一直在 6%之上，在 2006 年 8 月到 2007 年 1 月一直保持在 6.2%以上的高位。根據央行 2007 年發佈的第二季度貨幣政策執行報告，2007 年上半年一年期固定利率美元貸款，其利率區間在 6.02%到 6.20%，2007 年上半年一年期浮動利率美元貸款利率區間在 6.09%到 6.26%⁴。人民幣貸款利率不斷提高。2006 年 8 月，人民幣一次加息使得一年期貸款利率由 5.85%提高到 6.12%。

⁵茲舉一例說明：假定資產市場的年平均收益率為 15%，美元對人民幣的貶值幅度為 10%，美元的利率為 2%，則熱錢獲得資產市場和人民幣升值的雙重收益率為 $5\%+10\%=25\%$ ，因此，熱錢獲得的利潤為 $25\%-2\%=23\%$ 。

⁶熱錢（Hot Money）也稱流資或遊資（Refugee Capital），是指尋求短期回報的流動資金。這些資金流動速度極快，一旦投資者（通常是機構投資者）尋求到短線投資機會，熱錢就會湧入，而投資者一旦獲得預期盈利或者發現投資機會已經過去，這些資本又會迅速流走。熱錢形成是由於金融市場的全球化和國際性投資基金快速擴張等原因。很多資金充裕的國家的基金除了做中長線投資外，還保留部分流動資金尋找短期投資的機會，以尋求高回報率。再加上全球信息技術的發展，一旦有了好的投資機會，全球的投資者都會發現，蜂擁而入，大量的流動資本就會進入當地市場。這些資本有時可到百億元，會對當地市場的匯率、利率產生很大影響。

⁷台灣央行的立場非常明確，不投資，就出去。央行措辭強硬表示，給炒匯外資一周期限，不投資股票就需要把資金匯出。展現「阻擋在外」的決心，但後續效果如何，仍須嚴陣以待。

⁸在中國政策層面有兩難之窘境，抑制資產價格泡沫其實是兩難處境：如果以提高利率來抑制資產價格泡沫，就會進一步加大中美利差；如果以人民幣升值來抑制套匯衝動，就會進一步強化升值預期——其結果都會誘發熱錢進一步推高資產價格；是資產泡沫化危機之引爆因子。

⁹外匯占款（Funds outstanding for foreign exchange）是指受資國中央銀行收購外匯資產而相應投放的本國貨幣。由於人民幣是非自由兌換貨幣，外資引入後需兌換成人民幣才能進入流通使用，國家為了外資換匯要投入大量的資金增加了貨幣的需求量，形成外匯占款。中國外匯占款的不斷增長主要緣於兩方面，一方面是近年來我國外貿和外商直接投資增長較快，企業不斷地將外匯出售給商業銀行以換取人民幣，商業銀行又不得不將大量外匯出售給央行以換取人民幣，導致外匯占款大幅增加；另一方面則是由於國際熱錢的流入。

¹⁰1997 年東亞危機就是這種悲劇發生最有說服力之活生生案例。另一方面，因為這種集體離場有可能讓中國資本過度反應，給中國經濟發展蒙上厚厚的陰影。

¹¹1997 年爆發的東南亞金融危機，在以索羅斯為首的國際熱錢—量子基金衝擊下，泰國被迫宣佈泰銖大幅貶值，並廢除泰銖與美元的固定匯率制實行自由浮動，使泰國陷入金融危機之中。

¹²根據筆者近期的觀察研究，外資藉由對中資企業控股權的滲透，以合法的名義，提供中資企業海外投資的平臺，打通中國資金進軍世界舞臺的通道，從而也就較容易將「熱錢」帶出中國。近期外資紛紛在中國成立私募股權基金，並積極並購國內企業，扶持它們出海上市，這樣海外得到的美元資金就可以和境內人民幣的「熱錢」在這樣的組織體系內實現合法的「平行交換」。這也是一種利用中國市場部分開放的環境，建立起躲避中國金融監管部門審查之出逃「通道」。

¹³在金融海嘯期間基於回防歐美母公司的資金，正重新投入新興市場，加上量化寬鬆、政府救市所灑出的資金並未能在歐美日地區找到安穩且報酬率合理的標地，當歐美企業民間仍然持續去槓港、減少借貸的過程時，這些資金就加速往國外流動，造成美國的寬鬆貨幣政策出現強大的外溢效果。錢沒有用在美國的企業民間擴張，卻外溢成全球性的資金氾濫。這些錢，除了用於長期投資，更大量的自然是伺機而動的金融操作資金，正

大規模向新興市場竄流，這些所謂的熱錢，四處移動，正讓全球經濟陷入不穩定的局面。

¹⁴目前新興國家諸如：巴西及委內瑞拉已對匯入資金實施 2% 的「Tobin's tax」(托賓稅)，加拿大、法國、比利時及奧地利等國也已通過實施該項稅制之決議。