

——热钱，中国央行货币政策的掣肘吗？

基本结论

- 与市场观点不同，我们认为传统方式高估了热钱流入规模，经过调整汇率和利率造成的外汇储备损益后发现：
 - ◆ 经过调整的热钱流向更为平稳，其规模也远非传统计算巨大。
 - ◆ 调整过与未经调整的热钱在流向趋势上有一致性，在 07 年人民币升值预期强烈时流入规模较大，而在“次贷危机”后有比较大规模流出的现象，而目前存在一定的再流入。
 - ◆ 我们估算的热钱与一年期 NDF 有比较好的一致性，在一定程度可以衡量海外投资者对中国经济、金融市场变化的看法。
 - ◆ 就目前来看，虽然资金有重新流入的现象，但并未出现明显加速，在 09 年底的单月热钱流入仅在 100—200 亿美元之间，远低于 07 年的水平。
- 从热钱流向看，除了在 2008 年海外资金系统性流出、国内 9.5 万亿人民币信贷投放带来的不同流动性环境外，热钱与国内房地产、股票价格变化有明显的正向联系，而中美利差扩大在 07 年亦是影响热钱流入的因素。
- 我们认为与 2007 年不同，目前央行在货币政策方面有一定独立空间：
 - ◆ 从经济周期来看，中美同步性加强，两国货币政策均将趋于正常化；
 - ◆ 中国货币政策更多立足国内，管理通胀预期、抑制资产泡沫，这将一定程度为热钱流入降温；
 - ◆ 货币市场套息收益不会很高，即使中国启动加息，对热钱吸引力有限；
- 我们的结论：
 - ◆ 央行的货币政策将更多立足于国内通货膨胀情况，并引导公众预期，美联储不升息不会成为影响中国央行提高国内利率的主要理由，中国央行在二季度可能加息 27 个基点；
 - ◆ 考虑国内包括股票市场估值、房地产市场的政策调控，即使再次出现人民币升值，则热钱流入规模将会比较有限，由此带来的国内流动性增加亦不会很充裕。

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

曹阳

(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

追寻热钱的身影.....	4
热钱流向了哪里？.....	5
与 2007 的不同.....	8

图表目录

图表 1：调整后的外汇储备增加额和构成	4
图表 2：原始与调整的热钱比较	5
图表 3：热钱与一年期 NDF 关系.....	5
图表 4：热钱流入推高商业地产价格	5
图表 5：外资在上海收购物业情况	6
图表 6：热钱流入会带动股市上涨	7
图表 7：MSCI 中美股票市场的收益比较	7
图表 8：目前热钱与货币套利收益关系趋弱.....	8
图表 9：人民币与美元利率变化比较	9
图表 10：人民币远期 NDF 与即期汇率比较	9
图表 11：外汇存款与 NDF 负相关.....	9
图表 12：外汇贷款与 NDF 正相关.....	9
图表 13：与 07 年下半年相比目前国内流动性依然宽松	10
图表 14：中美 GDP 均出现同步增长.....	10
图表 15：与 2007 年相比目前股市估值不高.....	11
图表 16：住房市场价格上升明显	11
图表 17：M1 增长率与实际利率负相关	11
图表 18：未来美元 libor 将上行	12
图表 19：香港市场资金流入趋于稳定	12

热钱，中国央行货币政策的掣肘吗？

- 与市场观点不同，我们认为传统方式高估了热钱流入规模，经过调整汇率和利率造成的外汇储备损益后发现：
 - ◆ 经过调整的热钱流向更为平稳，其规模也远非传统计算巨大。
 - ◆ 调整过与未经调整的热钱在流向趋势上有一致性，在 07 年人民币升值预期强烈时流入规模较大，而在“次贷危机”后有比较大规模流出的现象，而目前存在一定的再流入。
 - ◆ 我们估算的热钱与一年期 NDF 有比较好的一致性，在一定程度可以衡量海外投资者对中国经济、金融市场变化的看法。
 - ◆ 就目前来看，虽然资金有重新流入的现象，但并未出现明显加速，在 09 年底的单月热钱流入仅在 100—200 亿美元之间，远低于 07 年的水平。
- 从热钱流向看，除了在 2008 年海外资金系统性流出、国内 9.5 万亿人民币信贷投放带来的不同流动性环境外，热钱与国内房地产、股票价格变化有明显的正向联系，而中美利差扩大在 07 年亦是影响热钱流入的因素。
- 我们认为与 2007 年不同，目前央行在货币政策方面有一定独立空间：
 - ◆ 从经济周期来看，中美同步性加强，两国货币政策均将趋于正常化；
 - ◆ 中国货币政策更多立足国内，管理通胀预期、抑制资产泡沫，这将一定程度为热钱流入降温；
 - ◆ 货币市场套息收益不会很高，即使中国启动加息，对热钱吸引力有限；
- 我们的结论：
 - ◆ 央行的货币政策将更多立足于国内通货膨胀情况，并引导公众预期，美联储不升息不会成为影响中国央行提高国内利率的主要理由，中国央行在二季度可能加息 27 个基点；
 - ◆ 考虑国内包括股票市场估值、房地产市场的政策调控，即使再次出现人民币升值，则热钱流入规模将会比较有限，由此带来的国内流动性增加亦不会很充裕。

长期以来，国内宏观领域的普遍观点认为，由于中国的汇率制度管理有余，而浮动不足，因此中美利差是制约央行货币政策独立性的重要因素，在 Fed 刺激为刺激国内经济，继续将联邦基准利率维持在 0—0.25% 之时，中国央行由于忌惮热钱流入，无法独立升息对国内经济进行调控。

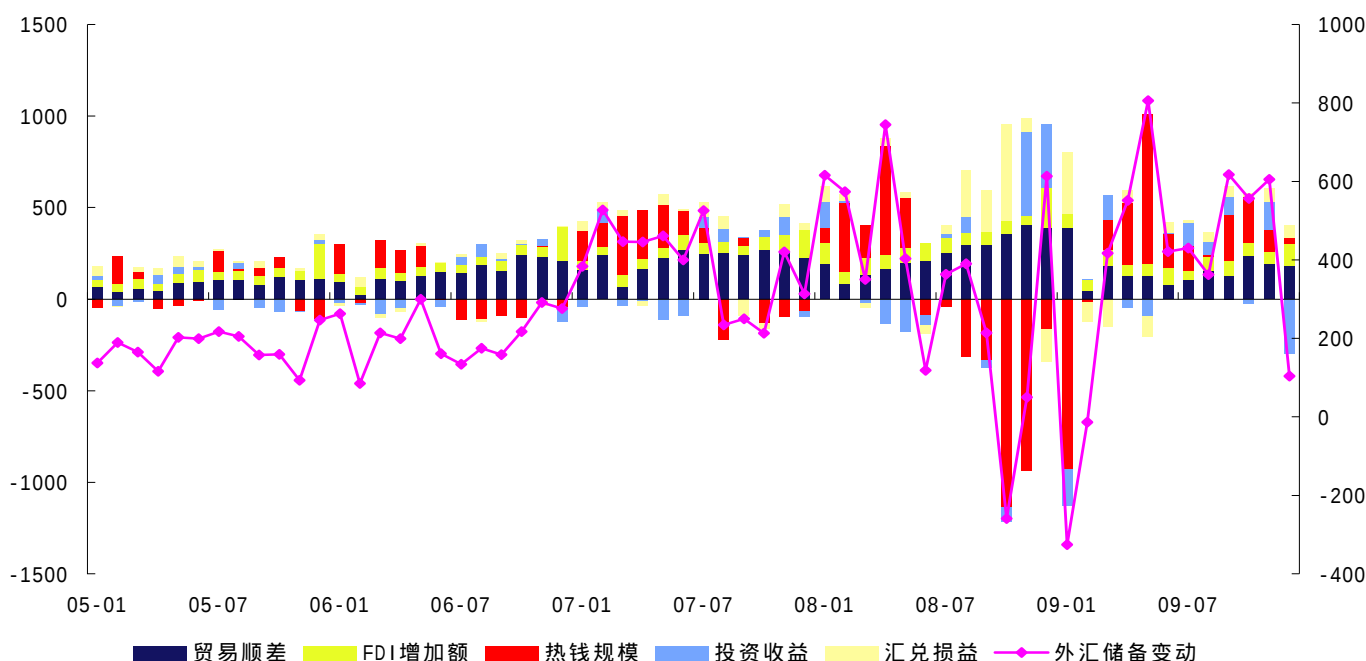
我们试图从热钱规模，流向和套利交易机制等方面表明热钱并非是影响央行货币政策独立性的重要掣肘，其升息和升值都有一定独立的政策空间。

追寻热钱的身影

通常计算“热钱”的方法是将外汇储备增加额减去贸易顺差、FDI 净流入所得到的残差，我们认为以下几方面的原因是的这一计算方法略显粗糙：

- 2007 年“次贷危机”至今，外汇市场经历了巨幅震荡，美元与欧元、日元等国际货币汇率出现很大波动，考虑到中国国际储备中存在一定日元、欧元，因此必须对相应汇兑损益进行调整。
- 同样的变化发生在美国债券市场，一方面，美国政府赤字负担加重，并扩大了长期债务规模，从而拉长了平均久期。根据 JP 摩根的数据，2001 年平均久期大致为 4.6 年，而在目前扩大到了 5.3 年；在“次贷危机”后伴随 Fed 量化宽松货币政策压低了长期国债利率，其投资收益变动亦很大。

图表1：调整后的外汇储备增加额和构成



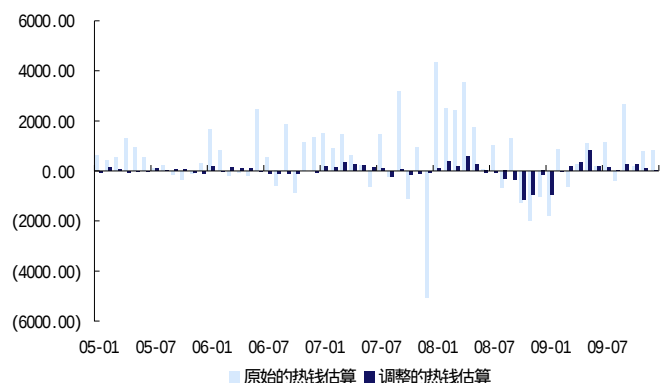
来源：国金证券研究所

我们对通过对投资、汇兑收益进行了调整，并与传统意义的外汇占款不可解释项进行了比对，发现如下结论：

- 我们发现经过调整的热钱流向更为平稳，其规模也远非传统计算巨大。
- 调整过与未经调整的热钱在流向趋势上有一致性，在 07 年人民币升值预期强烈时流入规模较大，而在“次贷危机”后有比较大规模流出的现象，而目前存在一定的再流入。
- 我们估算的热钱与一年期 NDF 有比较好的一致性，在一定程度可以衡量海外投资者对中国经济、金融市场变化的看法。

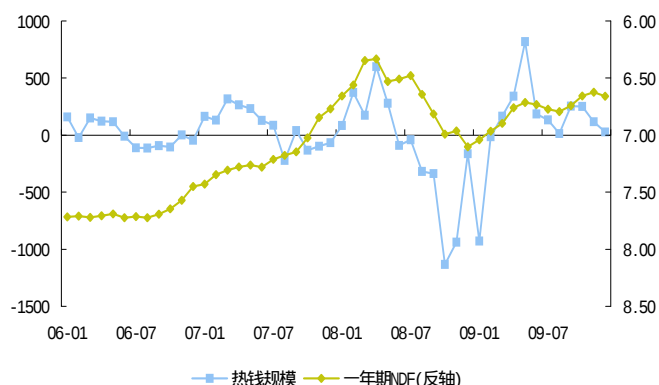
- 就目前来看，虽然资金有重新流入的现象，但并未出现明显加速，在 09 年底的单月热钱流入仅在 100—200 亿美元之间，远低于 07 年的水平。

图表2：原始与调整的热钱比较



来源：国金证券研究所

图表3：热钱与一年期 NDF 关系



热钱流向了哪里？

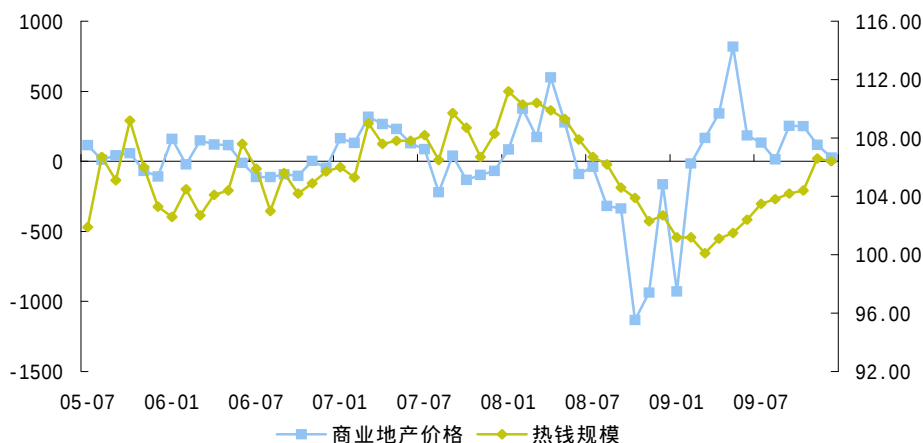
在此基础上，我们对热钱与国内房地产、股票和货币市场价格变化的相关性进行了研究，除了在 2008 年海外资金系统性流出、国内 9.5 万亿人民币信贷投放带来的不同流动性环境外，其他时间的结论大致如下：

- 在 2005—2007 年，外资流入商业地产迹象明显，我们在图 5 中列举了外资参与上海大宗交易的情况，不难发现在当时资金流入十分频繁、活跃。

以此为证据推测热钱在当时流向深圳、上海、北京等一线城市的写字楼、商场、酒店式公寓和别墅市场是有一定支持的。

考虑到目前中央政府的地产调控和房价未来走势的不确定性，我们对近期热钱对地产市场的重新涌入持较为保守、谨慎的看法。

图表4：热钱流入推高商业地产价格



来源：国金证券研究所

图表5：外资在上海收购物业情况

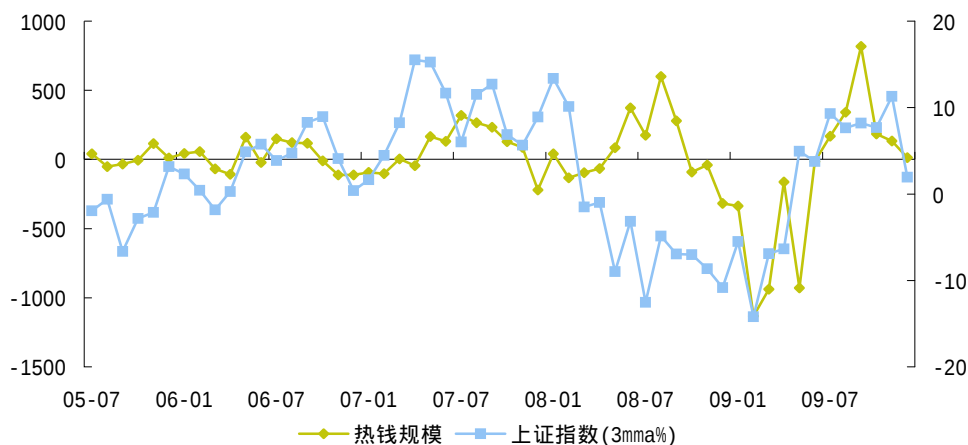
买方	时间	详细资料
麦格理集团	2005.1	以 8.03 亿元人民币收购新茂大厦（卢湾）95% 物业，面积为 3.22 万平方米
	2005.8	以 4.1 亿元人民币收购城市酒店公寓（静安 100% 物业，面积为 1.6 万平方米
	2007.3	以 1.21 亿元人民币收购奉贤配送中心（奉贤南桥）100% 股权，面积为 4.8 万平方米
高盛投资	2005.4	以 8.85 亿元人民币收购高盛大厦（黄浦）100% 股权，面积为 4.17 万平方米
高盛	2006.3	以 5.46 亿元人民币收购虹桥花苑（长宁环内）100% 物业，面积未透露
摩根斯坦利	2005.6	以 8.6 亿元人民币收购上海广场（卢湾）100% 股权，面积为 4 万平方米
	2006.4	以 10 亿元人民币收购埃蒙顿广场（浦东金桥）100% 股权，面积为 10 万平方米
	2006.4	以 7 亿元人民币收购陆家嘴公寓（浦东花木）4 栋高层，面积为 4.93 万平方米
	2006.6	以 8 亿元人民币收购华山夏都（长宁环内）116 套，面积为 4.5 万平方米
	2006.7	以 19.13 亿元人民币收购东海广场（静安）100% 股权，面积为 8 万平方米
	2006.7	以 29.28 亿元人民币收购明天广场（黄浦）100% 物业，面积为 12 万平方米
	2006.11	以 14.68 亿元人民币收购安信商业广场（宝山淞宝）100% 股权，面积为 10.18 万平方米
摩根斯坦利 永业集团	2007.1	以 5 亿元人民币收购永新城（徐汇环内）219 套公寓，面积为 2.6 万平方米
	2007.3	以 21.6 亿元人民币收购卢湾区 65 街坊（南）（卢湾）90% 股权，面积为 10.5 万平方米
花旗集团	2005.11	以 4.1 亿元人民币收购永新广场（徐汇）75% 股权，面积为 2.9 万平方米
	2006.6	以 5.08 亿元人民币收购大宁商业广场（闸北环外）100% 物业，面积为 3.8 万平方米
	2006.12	以 2.25 亿元人民币收购漕河景苑（徐汇环外）2 栋高层，面积为 1.6 万平方米
美国 A M B	2006.1	以 1.04 亿元人民币收购松江九亭仓库（松江九亭）100% 物业，面积为 1.78 万平方米
汉斯集团	2006.1	以 15.62 亿元人民币收购 21 世纪大厦（浦东陆家嘴）股权，面积为 5.1 万平方米
协和集团	2006.2	以 7.81 亿元人民币收购盛捷服务公寓（卢湾）100% 物业，面积为 4.14 万平方米
荷兰 I N G	2006.4	以 7.03 亿元人民币收购华狮购物中心（卢湾）100% 股权，面积为 1.57 万平方米
基汇基金	2006.4	以 5.86 亿元人民币收购翠湖天地御苑（卢湾）108 套，面积为 1.57 万平方米
长荣集团	2006.5	以 4.88 亿元人民币收购五道口中心（浦东花木）13 层物业，面积为 2.61 万平方米
嘉吉集团	2006.5	以 8.7 亿元人民币收购城隍庙广场（黄浦）100% 股权，面积为 2.6 万平方米
Pacific Delta	2006.7	以 23.43 亿元人民币收购合生国际大厦 100% 股权，面积为 8.5 万平方米
渣打银行	2006.7	以 1.95 亿元人民币收购城建国际中心（浦东陆家嘴）四个层面，面积为 0.76 万平方米
顶新集团 三宝置业	2006.7	以 11.48 亿元人民币收购南京西路 1788 地块（静安），面积为 8.15 万平方米
卓越金融	2006.9	以 4.53 亿元人民币收购长寿商业广场（普陀环内）100% 股权，面积为 2.63 万平方米
腾飞集团	2006.1	以 13.27 亿元人民币收购海洋大厦（静安）100% 股权，面积为 5 万平方米
凯雷集团	2006.11	以 9.37 亿元人民币收购中房森林别墅（闵行马桥）110 套，面积为 4 万平方米
SE B 基金	2006.12	以 19.52 亿元人民币收购新茂大厦（卢湾）100% 股权，面积为 3.22 万平方米
财富控股	2006.12	以 3.75 亿元人民币收购华山国际总部（徐汇环内）100% 股权，面积为 1.9 万平方米
	2007.8	以 49.6 亿元人民币收购虹桥上海城（长宁环外）100% 股权，面积为 17 万平方米
	2007.8	以 11 亿元人民币收购中区广场（黄浦）100% 股权，面积为 4.68 万平方米
雷曼兄弟	2007.2	以 4.5 亿元人民币收购福海商厦（虹口环内）100% 股权，面积为 4.9 万平方米
新熙地	2007.2	收购外高桥物流中心（浦东高桥），面积为 25 万平方米
高富诺	2007.3	以 1.9 亿元人民币收购维多利广场（普陀环内）105 套，面积为 1.5 万平方米
三林万业	2007.4	以 90.26 亿元人民币收购老西门项目（黄浦）土地，面积为 20 万平方米
中新集团	2007.4	以 4.7 亿元人民币收购上海青年城（松江九亭）100% 股权，面积为 21.6 万平方米
美联银行	2007.4	以 8.5 亿元人民币收购莱茵广场（卢湾），面积为 7.5 万平方米
永兴国际	2007.5	以 2.38 亿元人民币收购淡水湾公寓（卢湾）63 套，面积为 0.88 万平方米
摩根大通	2007.5	以 13 亿元人民币收购卢湾区 65 街坊（北）（卢湾）50% 股权，面积为 9.1 万平方米
万顺昌集团	2007.6	以 4.2 亿元人民币收购阳光企业中心（静安）100% 物业，面积为 2.7 万平方米
荷兰某基金	2007.6	收购富杰大厦（虹口环外），面积为 1.8 万平方米
未来资产	2007.6	以 10.3 亿元人民币收购华旭国际（黄浦）100% 物业，面积为 2.9 万平方米
汇丰银行	2007.6	以 23 亿元人民币收购 IFC（浦东陆家嘴）20 层物业，面积为 5 万平方米
美林	2007.6	以 6.13 亿元人民币收购港博大厦（黄浦）100% 物业，面积为 2.8 万平方米
SE B Pacific Star	2007.7	以 11.4 亿元人民币收购高盛大厦（人民广场）100% 物业，收购面积为 5.02 万平方米
资本策略 天安	2007.9	以 7.9 亿元人民币收购永新广场（黄浦）100% 物业，面积为 2.9 万平方米

来源：国金证券研究所

- 热钱对于推动国内股市价格上涨作用明显，其在一定程度上与 3 个月移动平均收益率正相关。

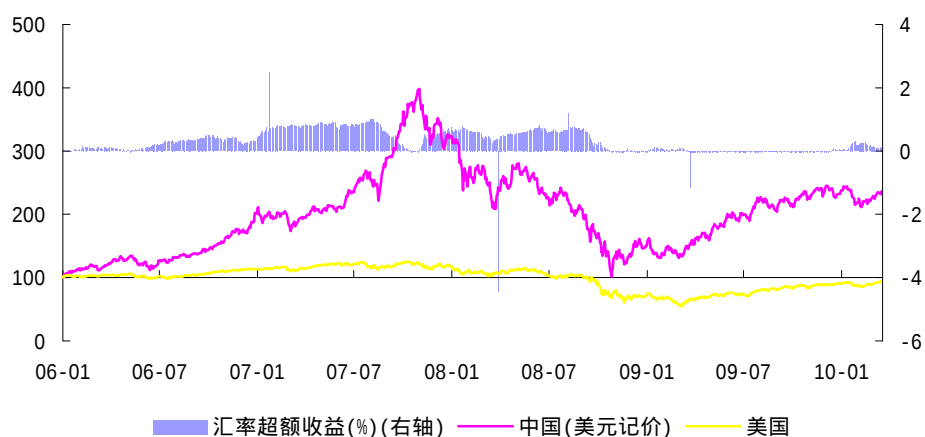
在对中、美 MSCI 股指研究中，我们发现中国股市明显跑赢同期的美国市场，而在人民币汇率升值预期强、我们计算热钱流入多的时段两者的差距明显更高。

图表6：热钱流入会带动股市上涨



来源：国金证券研究所

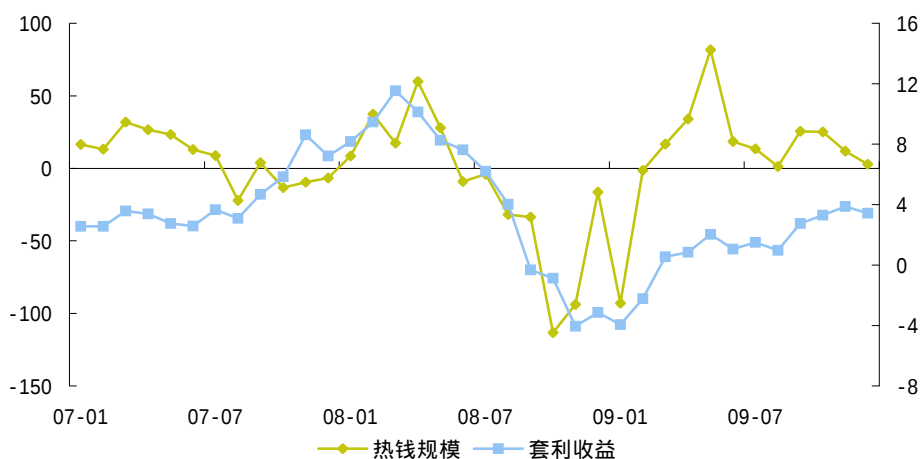
图表7：MSCI 中美股票市场的收益比较



来源：国金证券研究所

- 从货币市场套利机制来看，热钱的确与相对投资收益（我们在之后详细说明近似的测算过程）有一定联系，在 2008 年初投资收益差额的最大值在 10% 左右，而当时正是热钱流入比较明显的时段。但从目前情况来看，两者的联系有一定弱化。

图表8：目前热钱与货币套利收益关系趋弱



来源：国金证券研究所

与 2007 的不同

那么，Fed 继续推行量化宽松货币政策是否对我国货币政策、尤其是利率工具的运用形成外部制约呢？我们首先近似测算货币市场套利机制的收益情况：

利用利率平价公式，将投资收益表现为人民币汇率升值和货币市场利率之和，而投资成本近似以同一期限美元 *libor* 表示，则相对收益如下：

$$return = shibor + (NDF - spotrate) / spotrate - libor$$

■ 2007 年的央行紧缩与热钱流动

◆ 中美不同经济周期的影响

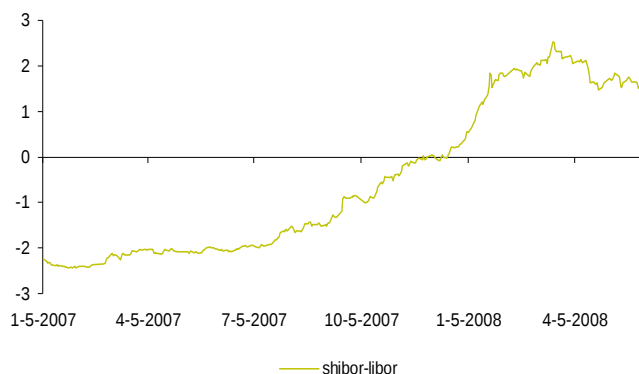
在图 6 中揭示了投资收益的变化，我们发现在 07—08 年中国与美国不同经济周期中反映的相当明显。

从中国看，中国面临通货膨胀与经济过热，一方面中国不断提高基准利率和准备金率，并导致银行间市场流动性紧张，*shibor* 上升；另一方面由于中国实体经济的增量需求推高了国际大宗商品原油、铜、铁矿石价格，因而以人民币升值抑制输入型通货膨胀的努力使人民币远期 NDF 急剧升值。

从美国看，当时房地产市场已陷低迷，在 2007 年下半年 Fed 开始进入降息周期，联邦基金利率从 9 月的 5.25% 下降到 08 年 2 月的 3%，美元的借入成本 *libor* 在同期也不断走低。

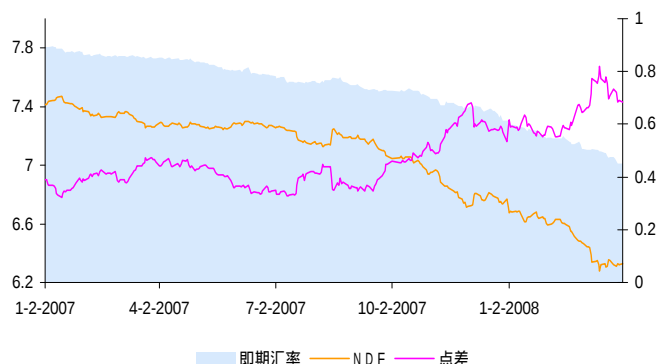
在这两方面因素的作用下，套利收益在当时急剧上升至 10% 左右，在一定程度上推动了热钱的流入。

图表9：人民币与美元利率变化比较



来源：国金证券研究所

图表10：人民币远期NDF与即期汇率比较



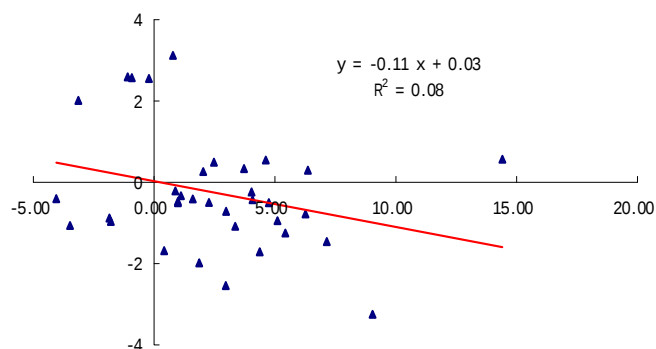
◆ 中国的紧缩与信贷的替代

在 07 年国内本外币信贷市场情况也反映了类似情况，考察这一现象目的在于揭示国内流动性变化与套利交易机制之间的联系。

在图 7 和 8 中，我们发现在人民币升值预期强烈时，外汇存款增量减少，而外币贷款增量上升。

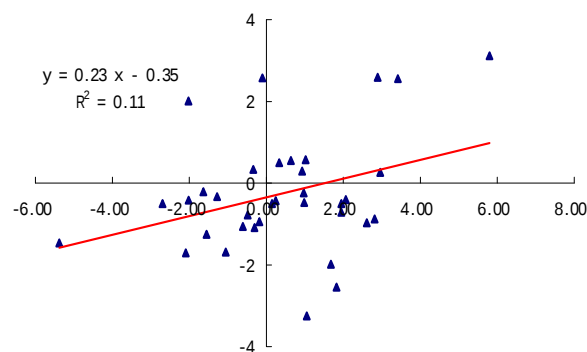
07 年下半年由于国内信贷的紧缩，以贸易融资为外汇贷款增量大幅增长，考虑到一年期人民币贷款利率高达 7.47%，而民间利率可能更高，加之国内信贷额度管理，通过外币贷款换取人民币，一方面可以得到较高的套利收益，另一方面亦可规避国内信贷紧缩。从数据来看，当时的外币贷款增速很快，并在一定程度形成了对国内信贷的替代。

图表11：外汇存款与NDF负相关

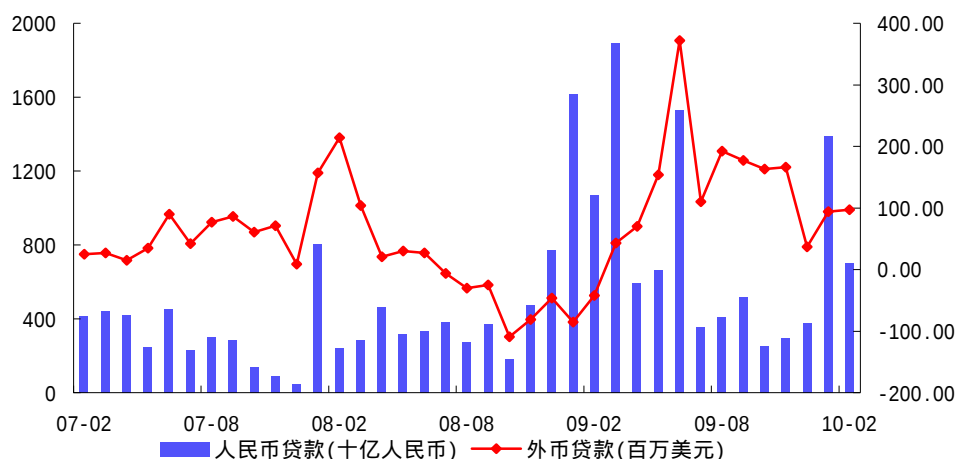


来源：国金证券研究所

图表12：外汇贷款与NDF正相关



图表13：与07年下半年相比目前国内流动性依然宽松



来源：国金证券研究所

■ 不一样的2010年

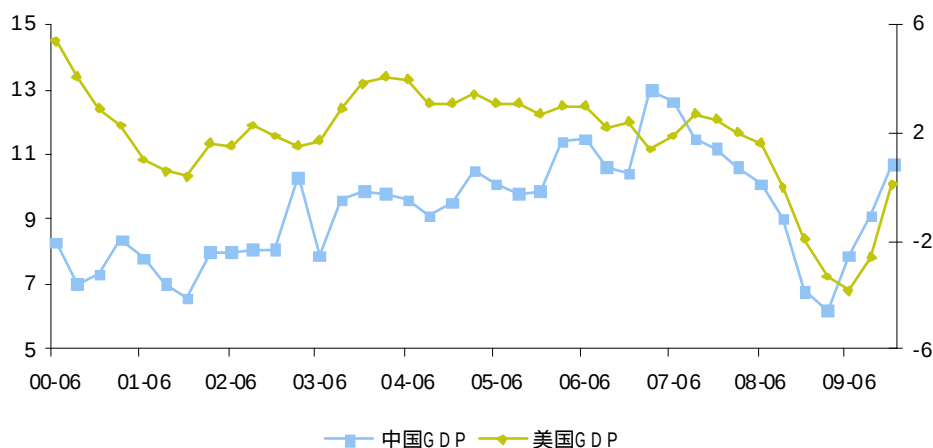
我们认为目前中国在货币政策选择面临的环境与2007年有着根本不同：

- ◆ 从经济周期来看，中美同步性加强，两国货币政策均将趋于正常化

目前，在经历09年一季度低点后，中国经济呈现V型反转，季度GDP增速达到10%以上，而美国在经历政府刺激到库存周期推动的经济增长后，GDP亦明显回升，从这一点来看，两国均处在强增长和复苏的周期中。

尽管Fed以提高联邦基金利率来控制流动性规模的货币政策为时尚早，但随着信贷市场回暖、货币乘数上升，提高准备金存款利率、反向逆回购等数量型货币政策将先行。中国在以调整准备金、控制信贷投放节奏方面已有所作为，因而与2007年不同，两者在货币政策调整方向上将呈现同步性。

图表14：中美GDP均出现同步增长



来源：国金证券研究所

- ◆ 中国货币政策更多立足国内，管理通胀预期、抑制资产泡沫，这将一定程度为热钱流入降温；

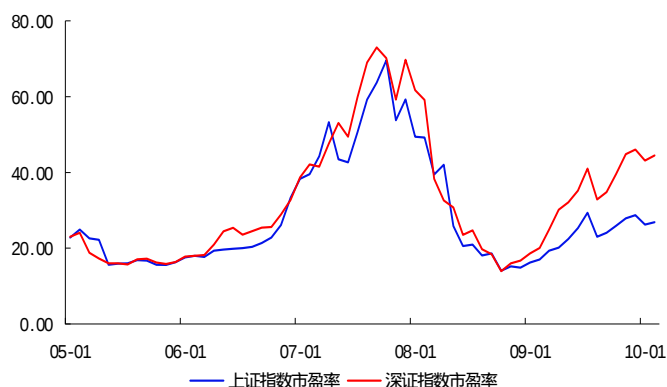
在“次贷危机”后，各主要央行均加强了对资产价格泡沫的关注，我们认为中国采取小幅加息的措施，将是货币政策正常化的重要一步，

考虑到国内经济的回暖、CPI 有一定的上行压力，提息的空间依然存在。

从资产价格来看，房地产尤其是住房市场在 09 年价格上升迅速，而股票市场在经历了 09 年大幅上扬后，亦需回视企业赢利情况来回复到相对均衡的估值水平。

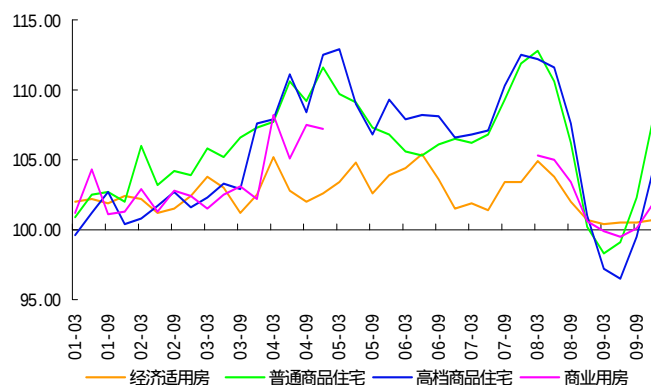
小幅度提息将降低负利率带来的存款活期化引发的 M1 上升，并有利于提高抑制资产价格泡沫。而资产价格的合理估值和相对稳定，亦将有利于减缓热钱流入的冲击。

图表15：与 2007 年相比目前股市估值不高

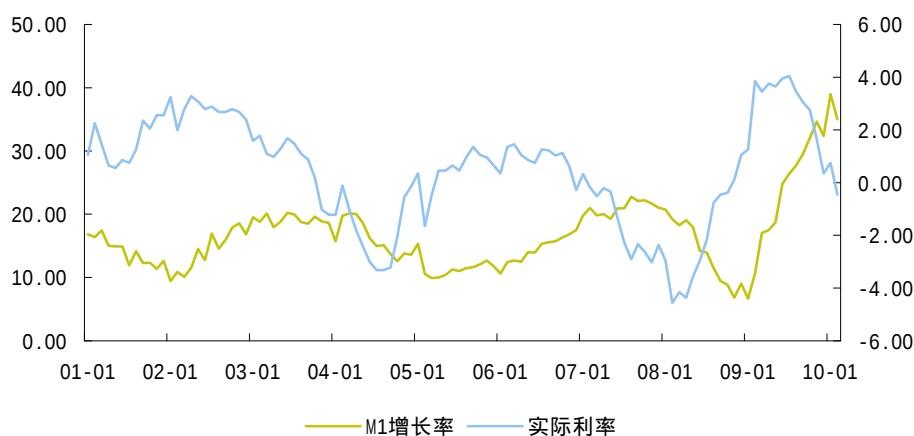


来源：CEIC 国金证券研究所

图表16：住房市场价格上升明显



图表17：M1 增长率与实际利率负相关



来源：国金证券研究所

◆ 货币市场套息收益不会很高，即使中国启动加息，对热钱吸引力有限

从国内来看，整体流动性依然充裕，shibor 上行空间不高。因此即使出现一次小幅加息，国内资金成本提高幅度依然有限。

从美元融资成本来看，我们判断境内的美元资金成本可能上升，其主要原因如下：

第一，我们观察到在 3 月后，与同样实行量化宽松货币政策的日本相比，美元短期利率已经上扬，而考虑到美国经济转好后过多流动性的进一步收缩，以美元为融资货币的“carry trade”继续发生的概率有限。

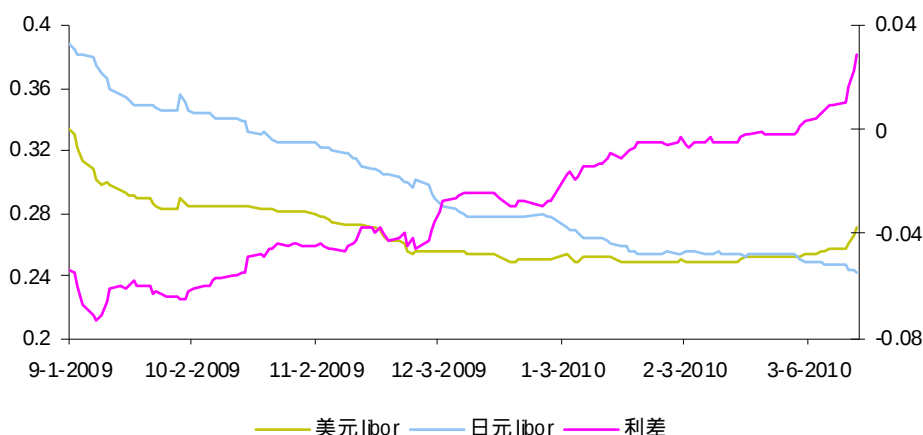
第二，考虑到我国人民币资本项目依然没有完全开放，并存在一定外汇管制，美元在境内的流动并不畅通，而商业银行会根据自身外币资

产的流动性情况在 Libor 利率基础上加上点差，也亦会降低套息交易的收益，降低对热钱流的吸引力。

第三，从资产完全自由流动的香港市场，我们也寻找到了有一定证据，与 09 年初和 10 月的资金大幅涌入不同，目前的资金流入趋于稳定。对美国经济趋好、Fed 货币政策正常化预期上升，可能是在港人民币资产需求热度下降的原因之一。

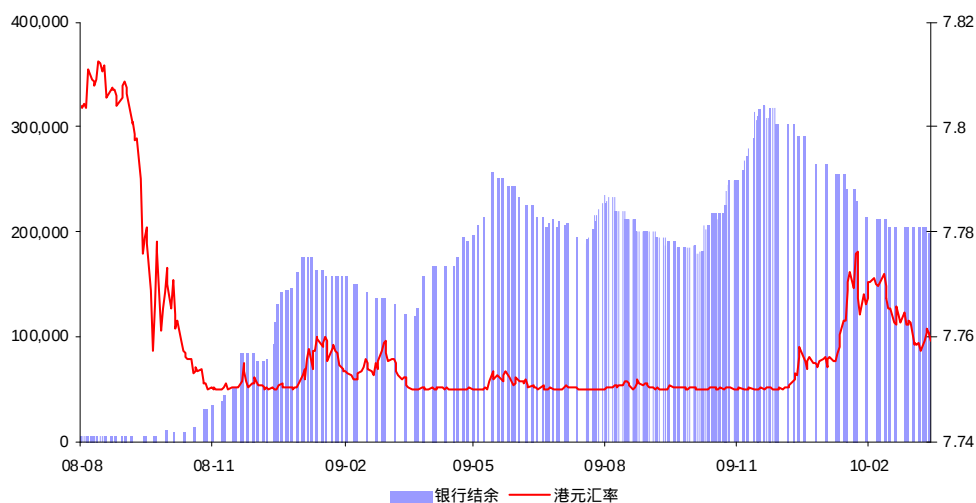
从这一点来看，热钱继续借道香港或直接投资国内的规模可能不会很大，这也为中国央行的升息带来一定空间。

图表18：未来美元 libor 将上行



来源：国金证券研究所

图表19：香港市场资金流入趋于稳定



来源：国金证券研究所

■ 我们的结论

我们认为央行的货币政策将更多立足于国内通货膨胀情况，并引导公众预期，Fed 的政策的外在约束不会很强，美联储不升息不会成为影响中国央行提高国内利率的主要理由，在二季度可能加息 27 个基点。

考虑国内包括股票市场估值、房地产市场的政策调控，即使再次出现人民币升值，则热钱流入规模将会比较有限，由此带来的国内流动性增加亦不会很充裕。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。