

热钱来势凶猛 管理仍需加强

一季度我国新增外汇储备 1974 亿美元，其中无法解释的资金流入就高达 1600 多亿美元，说明了国际热钱正在加快流入我国资本市场。外汇储备的增长必然带来外汇占款的增加，这也是最近几年来我国的央票发行越发越多，存款准备金率越调越高却仍然无法有效地控制货币供应量的根本原因。为了减少或消除热钱流入对中国经济和金融稳定的不利影响，有必要通过加强资本流入管理来有效阻击国际热钱，防范和遏制国际热钱流入。

边绪宝

热钱来势依然凶猛

今年以来，人民币汇率一直保持小幅升值之势。正是由于人民币升值预期增强加速了国际热钱进入我国，统计数据表明，今年一季度我国新增外汇储备 1974 亿美元，而同期贸易顺差与外商直接投资 (FDI) 之和不足 300 亿美元 (其中贸易逆差 10.2 亿美元，FDI303.4 亿美元)，如果套用“热钱 = 外汇储备增量 - FDI 金额 - 贸易顺差”的计算公式进行测算，那么今年第一季度非贸易、非 FDI 项下无法解释的资金流入就高达 1600 多亿美元，这其中很大一部分属于热钱的花哨。从新增人民币外汇占款情况来看，今年 3 月份我国新增外汇占款达到了 4079 亿元，环比增幅达 90%；一季度新增外汇占款总额超过 1.13 万亿元，接近历史最高水平。

其实，热钱从去年下半年就开始了加快流入我国的步伐。统计数据表明，去年上半年我国外汇储备仅增加 551 亿美元，而下半年却急剧增加了 3931 亿

美元，其中 10 月份当月就增加了 1126 亿美元。其背后的主要原因除了贸易顺差的恢复性增长外，更主要是由于国际短期资本受人民币升值预期的影响流入我国寻求套利空间。从时间上来看，人民币在去年 6 月份之后开始重返升值通道，而外汇储备的快速增长也恰恰发生在下半年。

近期外汇储备和外汇占款的非正常增长有力地说明了国际热钱正在加快流入我国资本市场。

加大了货币政策操作难度

次贷危机爆发以后，为了挽救经济，各国央行不约而同地采取了历史上罕见的宽松货币政策，尤其是美联储推出的第二轮量化宽松货币政策 (QE2) 加速了全球流动性泛滥，美元持续走弱，不断贬值。大量资金涌入包括我国在内的新兴市场，带来了本币升值、资产价格上涨和通胀水平提高的压力。在中国经济强劲复苏预期的吸引下，大量逐利热钱持续不断地涌入香港金融市场，并希望借道香港市场进入中国这个全球最大的新兴经济体。

由于我国经济保持高速增长，且通

胀压力较大，赌人民币升值的预期也越来越强。国际货币基金组织 4 月 11 日发布的《世界经济展望》报告发出警告：热钱进入新兴经济体可能是一个长期现象，持续不断的资本流入可能使其在金融稳定方面面临极大风险。据国际金融协会预测，2011 年从发达国家流向新兴经济体的资金将有 9600 亿美元，2012 年将超过 1 万亿美元。

一般来说，热钱追求的是短期收益，只是在资产与资本市场之间游荡，寻求套利机会，因而根本不会进入一国的实体经济。那种将热钱变成冷钱，将短期套利资金变为长期投资资本并为我所用的想法可能只是一厢情愿。东南亚金融危机的前车之鉴向世人表明，热钱带来的只是虚假繁荣，其危害却是有目共睹。热钱不仅助长通货膨胀，催生楼市等资产泡沫，加剧市场震荡，而且扰乱一国的金融秩序，危及国家金融安全。

从央行的资产负债表来看，外汇储备的增长必然带来外汇占款的增加，不断增加的外汇占款倒逼央行投放基础货币；而为了稳定货币供应量，央行又不得不通过发行票据、上调存款准备金率等方式进行对冲操作，回笼货币。这也是最近几年来我国的央票发行越发越多，存款准备金率越调越高却仍然无法有效地控制货币供应量的根本原因。

由于热钱的持续流入，我国央行货币政策操作的难度越来越大，而且实施的效果受到热钱流入的严重干扰。尽管经过 10 次上调存款准备金率，4 次上调利率的频繁紧缩货币政策，我国通胀的势头并没有得到有效抑制，流动性过剩局面依然严峻，热钱流入加大了央行货币政策操作风险。

猪肉扮靓有蹊跷，只因添加牛肉膏。到手暴利味人性，入口美食藏毒药。顾客受害诚可悯，奸商作恶不能饶。食品安全属大计，执法必严是正道。



赵天奇/画
孙勇/诗

付之一笑 | Fu Jianli's column |

金融机构投资更应该讲社会责任



付建利

备受关注的瘦肉精事件的主角——双汇发展昨日毫无意外地以跌停报收，重仓双汇发展的基金此刻可能正忍受净值下跌的苦楚。值得关注的是，此前出具双汇发展研究报告的 30 多家券商，在双汇发展出事以后集体喑若寒蝉，失语的状态折射出券商研究报告的随意性和对投资者的不负责任。更有券商跳出来说，双汇发展的瘦肉精事件严重程度远逊于伊利的三聚氰胺事件，因此给予双汇发展“增持”、“推荐”及“买入”的评级，被业

加强资本流入有效管理

面对当前国际热钱持续流入的市场现状，为了减少或消除热钱流入对中国经济和金融稳定的不利影响，我们有必要通过加强资本流入管理来有效阻击国际热钱，防范和遏制国际热钱流入。

首先，要加强对热钱的动态监管。要严格履行新的《外汇管理条例》，对热钱流入继续保持高压打击态势。同时，还必须加大对境外资金非法流入、非法结汇、违反结汇资金流向管理、非法携带外汇出入境及非法介绍买卖外汇等违法行为的处罚力度。

其次，要改进和完善跨境资本流入的监管方式，防范投机资本流入的冲击。这需要加强外贸、海关、税收和银行等部门之间的密切配合，需要改进对货物贸易、服务贸易、外商直接投资和个人等渠道的资金流入监管，严格控制短期外债增长，严厉打击地下钱庄和违规进入国内资本市场和房地产市场的投机性行为。

其三，要继续完善人民币汇率形成机制。在人民币升值问题上，央行今后应当综合运用汇率、利率等价格机制有意识地引导人民币汇率，改变长时期单边升值的做法，避免给热钱提供持续套汇和套利投机的炒作空间，这样才能切实维护保证我国经济可持续发展的外汇政策环境。

(作者系齐鲁证券高级宏观分析师)

焦点评论

在国家大力发展资本市场、鼓励金融脱媒的当下，提升本地资产证券化率成为很多地方政府的施政目标。可以想见，在未来多年内，由地方政府主导或推动的国有企业 IPO、国有上市公司合并与重组，总有一些手握权柄、知晓内情的官员企图从中揩油自肥。近两年发生的高淳陶瓷和中山公用等国有上市公司内幕交易案，就是沉痛的佐证。

为了防范和打击此类涉及上市公司国有股权变更的内幕交易，以证监会为代表的监管层频频出招，殚精竭虑。比如，证监会推出了内幕信息知情人登记制度，要求所有接触内幕信息的人，都要实施登记，并且将明确相关各方在重大事项策划、决策过程中的信息披露、信息保密、信息澄清等方面的责任。这项制度的推行对于震慑内幕交易行为，捍卫市场的三公原则，无疑发挥了积极的作用。

但是，也应该看到，目前已经推行的诸多防范措施，仍不能从根本上彻底杜绝内幕交易的发生，尤其是在涉及国有股权 IPO

指导监督层级过多 放大内幕交易风险

孙勇

日前，国务院国资委修订颁布了《地方国有资产监管工作指导监督办法》，以推动不同地区、不同层级国资监管机构监管企业按市场化原则进行合并与重组。新《办法》规定，国有资产监管工作中的具体事项实行逐级指导监督。国务院国有资产监督管理委员会应当加强对省级政府国有资产监督管理机构的具体业务指导监督；省级政府国有资产监督管理委员会应当加强对市（地）级政府国有资产监督管理机构的具体业务指导监督；市（地）级政府国有资产监督管理委员会应当加强对县级政府国有资产监督管理机构的具体业务指导监督。笔者认为，新《办法》固然体现了国资委加强对地方国有资产监管的良苦用心，但是其中层级过多的指导监督制度设计，人为地降低了地方国有资产按市场化原则进行合并与重组的效率；而一旦涉及到地方国有上市公司合并与重组等事宜，这种层级过多的指导监督，还会放大内幕交易的风险。

在国家大力发展资本市场、鼓励金融脱媒的当下，提升本地资产证券化率成为很多地方政府的施政目标。可以想见，在未来多年内，由地方政府主导或推动的国有企业 IPO、国有上市公司合并与重组，总有一些手握权柄、知晓内情的官员企图从中揩油自肥。近两年发生的高淳陶瓷和中山公用等国有上市公司内幕交易案，就是沉痛的佐证。

为了防范和打击此类涉及上市公司国有股权变更的内幕交易，以证监会为代表的监管层频频出招，殚精竭虑。比如，证监会推出了内幕信息知情人登记制度，要求所有接触内幕信息的人，都要实施登记，并且将明确相关各方在重大事项策划、决策过程中的信息披露、信息保密、信息澄清等方面的责任。这项制度的推行对于震慑内幕交易行为，捍卫市场的三公原则，无疑发挥了积极的作用。

但是，也应该看到，目前已经推行的诸多防范措施，仍不能从根本上彻底杜绝内幕交易的发生，尤其是在涉及国有股权 IPO 或兼并、重组中有违规或违法行为，加强事后的严惩，也能起到以儆效尤、防止国有资产流失的震慑效果。

直言不讳 | Call a Spade a Spade |

学学纳斯达克的精髓

李允峰

证监会主席助理朱从玖 4 月 15 日在博鳌亚洲论坛上表示，深交所提交的创业板退市制度方案已经收到，目前工作正在推进中。

创业板已经开设一年半了，其最大的成绩是已经有 200 多家公司上市，但能够体现创业板最大特色之一的直接退市制度却刚刚报到证监会。而数据显示，从 2003 到 2007 年间，纳斯达克退市公司数为 1284 家，超过了同期该市场新上市公司 1238 家的数量；日本纳斯达克、加拿大多伦多创业板和英国 AIM 的退市公司数量尽管不及新上市公司数量，但退市与新上市数量之比均超过了 50%；而韩国科斯达克退市公司数超过 100 家，为该市场新上市公司数量的三分之一。（资料链接：3 月 27 日《解放牛网》）

按一般人的理解，我们一年半有 200 多家公司上市，却没有一家退市，这应该比国外任何一家创业板市场都优秀，其实恰恰相反，源源不断的公司流出和流入是创业板市场得以保持活力的根本保证，这正是国外包括纳斯达克在内的海外创业板的精髓所在，我们的 A 股创业板所欠缺的正在于此。

由于退市制度没有完全推出，加上一味追求上市公司的盈利规模而导致的弊端，创业板的成长性得不到更充分的体现。要想让国内创业板的上市公司回归到创业的位置上，监管层应该借鉴一下海外创业板的做法，降低对创业板公司的盈利要求，让一大批优秀的高成长、但目前还没有盈利的公司上市，比如刚刚登陆美国创业板的奇虎公司，以及同样在海外上市的人人网。如果我们的创业板一直坚守着高高的盈利标准，那么更多的优秀

公司将无缘国内创业板，创业板的成长性将无法得到充分体现。

除了降低盈利标准，国内创业板对于即将实施的直接退市制度似乎有着某种恐惧和忧虑，起码在实施的速度上过于迟缓，或者说正是过于迟缓的动作让人产生了错觉，难道直接退市制度真有那么可怕吗？笔者以为，直接退市制度恰恰是创业板最大的优势，如果这一制度迅速出台，会激励创业板公司置之死地而后生，促进上市公司产生释放和创造业绩的冲动。

在创业板市场，上市并退市，再重新上市，这向来是健康运营的资本市场状态。国外创业板的宗旨就是给有技术、有点子、有商业模式但没钱的人开设的筹资场所，上市的企业往往是没有盈利，没有销售，甚至产品还不成熟在实验室里面的，美国这样的三无上市公司大把抓。这样的公司不怕退市，大不了从头再来。而我们的创业板往往是产品和经营已经很成熟的优秀公司，这样就导致公司的成长性不突出，尽管业绩不错，但缺乏了成长性的创业板显得过于老态龙钟。只有我们的公司把创业放到第一位，而不是把避免退市放到第一位，形成这种观念后，创业板才能多一些类似腾讯和奇虎一样的上市公司。

由于有直接退市制度，创业板未来也一定是最能体现效率的地方。或许，在创业板里拥有块儿八毛的股票，也会拥有四位数定价的公司。一个最健康的，具有激情的资本市场的台子已经搭起来了，剩下的是管理层尽快推出直接退市制度的落实措施，降低上市公司盈利的标准，让创业板回归创业，这才能够学到美国纳斯达克股市的精髓，让创业板成为众多“微软”的诞生地。

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给 0755-83501640；发邮件至 pp118@126.com。

一些券商完全没有替投资者负责责任。

从重仓双汇发展的众多基金来看，尽管一些基金公司大力倡导“社会责任投资”，强调在做投资决策时要考察投资标的社会责任履行情况，但是实际上一些基金在具体投资运作中并没有真正做到像他们对外所宣扬的那样，基金公司也缺乏投资运作上完善的应急机制。

时下，一些金融机构很热衷于搞慈善事业，强调企业公民和社会责任意识，甚至于邀请各界社会名流和媒体，整出个华丽的慈善晚宴来，排场和热闹劲丝毫不亚于娱乐圈，从事慈善事业当然是善莫大焉，讲究社会责任当然值得褒扬，但作为金融机构，对于公众来说，把投资做好，向投资者负责，出具的研究报告经得起推敲，买入的股票是真正具有投资价值和社会责任感的上市公司，这才是金融机构最大的社会责任！

不管双汇发展后期走势如何，但透过这一事件，厘清金融机构社会责任的真正确内涵，看清一些机构的伪社会责任形象，倡导对投资者负责任的投资和研究，才是金融机构亟待需要养成的意识和习惯。

内人士讥笑为“助力基金出货”。

一个重大的食品安全事件，后续影响短时间根本无法预料到，何况还是在双汇发展复牌前，居然就有券商跳出来说“双汇‘推荐’”、“买入”的评价，如果不是过于轻视投资者的智商，只能说明这些券商推出研究报告太主观太随意，太把投资者的利益不当回事，或者一些券商与基金狼狈为奸，为争取基金频繁交易的佣金，不惜助力相关基金出货，拿自己的品牌和信誉换取真金白银。

而那些此前出具双汇发展研究报告的 30 多家券商，在双汇出事后集体“失声”，说明了这些金融机构在出具研究报告时，要么没有去实地调研，而是根据一些零散信息东拼西凑忽悠投资者，以至于对双汇发展的实际投资价值 and 估值水平并没有到位的认识，以至于碰到双汇发展瘦肉精这样的紧急事件，干脆作壁上观，视此前出具的研究报告如废纸；或者说明了这些券商在出具研究报告时，根本没有考虑到突发事件可能带来的影响，而在此前，类似伊利三聚氰胺的食品安全

事件已不是孤例，券商出具研究报告完全没有考虑到这些事情可能带来的负面影响，只能说明这些金融机构专业能力的不足。而 30 多家券商在双汇出事后集体三缄其口，也说明了这些机构在研究报告不“灵验”时的一种无作为的“逃跑”态度，怎么着，至少也得向投资者解释一下缘由，分析一下下可能的影响吧。现在集体失语，说明了某些券商在享受金融行业制度红利和暴利的同时，根本就根本没把投资者的利益放在心上。

无独有偶，中国宝安此前曾因石墨烯概念股价一飞冲天，事后中国宝安出具澄清公告，而出具中国宝安研究报告的众多券商，均表示研究报告根据中国宝安公开的信息披露而来，尚且不论是不是券商与上市公司在互相踢球，单单凭那么多券商的研究报告全部根据中国宝安的公开资料，投资者不禁感到大失所望，中国宝安的石墨烯概念到底是不是真实的？那么多的券商，原来并没有到相关地点去实地考察验证一番，而是轻松地根据上市公司的公告就大笔一挥，弄出个研究报告来，事实的真实性如何，