



對中國持有美國國債的解讀

2016 年 12 月，中國官方外匯儲備再減少 411 億美元至 30105 億美元。到了今年 1 月份，雖然其絕對水平跌穿 30000 億美元的心理關口，惟其跌幅就顯著收窄至只有 123 億美元。不過，由於當月美元指數回調了 2.7%，那麼外匯儲備當中的非美元組合應是會帶來匯兌收益的，這就暗示其實當月人民銀行因應農曆新年居民出境旅遊消費、企業償還外債和財務結算等需要而出售外匯的規模是超過 123 億美元的。

與此同時，美國財政部的 TIC (Treasury International Capital System) 統計卻顯示在官方外匯儲備減少逾 400 億美元的 2016 年 12 月份，中國增持了 91 億美元的美國國債，雖然金額不大，但卻是 2016 年內僅有的第三個增持的月份 (另外兩個為分別為 2 月份增持 143 億美元和 5 月份增持 12 億美元)。對於兩者之間的關係，一般的理解是資金外流、外匯儲備下降如果超過了相當於現金的各種短期外幣資產可提供的即時緩衝，央行便要減持甚至是中長期外幣資產以應付有關的外幣需求。然而，具體到月度統計，兩者的關係卻並非同時升降那麼完美，其中的變數之一是外界無從得知的央行主動的外匯儲備投資策略調整和外匯資金的運用和回收。

美國財政部 TIC 統計也顯示在 2016 年中國增持美國國債的 3 個月份裏，人民銀行的統計反而是同月中國官方外匯儲備在減少；而在 2015 年，中國增持美國國債的 6 個月份裏面有 5 個同樣是發生在中國外匯儲備減少的月份。據此，對月度數據的背馳似乎無需過份解讀。

另外一個值得指出的是 TIC 統計涵蓋官方和私人投資，例如

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

截至2016年底，外國投資者持有的美國國債餘額為60039億美元，然而其中只有38141億美元或64%是官方（央行、政府、主權類投資者）持有，其餘為私人投資者持有。然而具體到關於中國的統計數據，卻可以肯定絕大部份是官方投資，這是因為中國的資本賬戶尚未完全開放，私人投資者投資外國證券的規模還較小。根據國家外管局的統計，2016年第3季末中國持有的對外金融資產為64913億美元，然而其中包含外匯儲備在內的官方儲備資產就有32641億美元，直接投資加其他投資共有28823億美元，屬於私人投資性質的股票加債券投資就只有3406億美元，金融衍生工具投資則更少至43億美元，兩者加總只相當於官方儲備資產規模約一成。因此中國增持或減持美國國債，相信基本上是官方外匯儲備的調整。

TIC 統計的另外一個局限是它只是部份而非全面的外國投資者持有美元資產的統計，因為其數據來自美國金融中介的申報。如果外國投資者的美元資產投資是在離岸市場進行、和/或由第三方的托管人托管，那麼是不會被統計為該國的美元資產投資的。例如 TIC 統計中中國持有的美元資產規模（國債、官方機構債券、企業債券、股票）加總還不到中國官方外匯儲備的一半，而一般相信美元資產的有關佔比是在六成或以上的。又如 TIC 統計顯示許多擁有國際金融中心的經濟體如英國、瑞士、盧森堡、愛爾蘭等它們所投資的美元資產規模都顯著超過其外匯儲備，亦即它們只是代客投資和托管。

儘管如此，從更長的趨勢來觀察，中國持有的美國國債與外匯儲備規模趨勢性變化的關係還是較為明顯的。官方外匯儲備的記錄高位為2014年6月的39932億美元，之後便拾級而下，2015年減少5127億美元或13%至33304億美元，2016年再降3198億美元或10%至30105億美元。與其歷史高位相比，截至2016年底的降幅共有9827億美元或25%。

與之相比，中國持有美國國債最多的月份是在2013年11月，當時餘額為13167億美元，在之後的7個月裏儘管外匯儲備持續增加至紀錄新高，惟中國持有的美國國債餘額卻遞減至12684億美元，它佔所有外國投資者持有的美國國債的比重也從23%降至21%，這顯示了主動調整、分散投資的行為。截至2016年底，中國持有10584億美元美國國債，與其持有記錄相比減少了20%。這樣，自2016年10月份起，日本重又超過中國成為美國政府的最

大外國債主。

自 2014 年起，人民幣兌美元持續有貶值壓力，外匯儲備持續減少，中國持有的美國國債也相應減少，惟兩者並非完全同步，尤其是在 2015 年。2015 年全年來計，官方外匯儲備在 12 個月裏面有 10 個月是下跌的，累計跌幅達 5127 億美元，然而如前所述，有 6 個月份中國反而是增持美國國債的，全年來計其持有量反而微升 18 億美元，這又如何解釋呢？

在 2015 年直至 8.11 匯改前，人民幣兌美元匯率是相對較為穩定的，但匯改涉及一次性貶值後，貶值壓力陡然加大，意味著資金外流的壓力也陡然加大。在這種情況下，出售美元資產應付美元需求的主要壓力落在了非國債資產身上。TIC 關於中國持有美國長期證券的統計又再細分為國債、官方機構債券、企業債券和股票，2015 年全年中國持有的美國長期國債微升，但同時卻減持了 133 億美元的官方機構債券、40 億美元的企業債券和 1088 億美元的股票，這是多年以來中國具規模地減持美元資產的開始，是先從風險最高的美國股票做起，最安全的美國國債保留到最後才減持。

到了 2016 年，中國減持的主要對象就是美國長期國債了，截至 2016 年 11 月份減持的規模為 1960 億美元，顯著超過同期所減持的 61 億美元的官方機構債券、30 億美元的企業債券和 291 億美元的股票。究其原因，相信一是其他美元資產的餘額已顯著減少，減持的空間有限；二是特朗普勝選和聯儲局為加息鋪排令美國國債收益率顯著上升，美國債市熊市來臨，但股市牛市亦來臨，故減持只能以美國國債為主。

展望未來，如果資金外流、外匯儲備減少的趨勢不改，儘管月度數據或會出現反復，但中國如有需要繼續減持美元資產的話，相信主要仍會來自逾萬億美元的美國國債之中。惟兩者未必完全同步，既有外匯儲備投資策略主動和預期性調整的影響，也有經非 TIC 能夠覆蓋的其他渠道調整的影響，故不宜對短期數據過份解讀。

最後，值得一提的是儘管 TIC 統計顯示日本持有的美國國債規模反超中國，但其持有量近年其實也是有所減少的，惟其從高位的減幅相對中國為小，約 1500 億美元或 12%。日本的外匯儲備



在過去 5 年略有減少，但相對較為穩定，絕大部份時間處於 11500 億美元至 12000 億美元之間，日本央行在這 5 年時間裏也沒有直接干預過匯市，但日圓兌美元匯率期間卻因為日本央行的貨幣政策和投資者的預期等大幅波動，曾經從 1 美元兌 76 日圓的高位貶至 126 日圓，後曾又反彈至 99 日圓水平。匯率的大幅波動並沒有傳遞到外匯儲備之上，就顯示匯率是市場化的。

近期報告

- | | | | |
|-----|-------------------------------------|---------|-------|
| 1. | 美國加息預期升溫會否改變貨幣政策正常化路徑? | 鄂志寰、黃思華 | 02.20 |
| 2. | 貨幣市場長短期利率出現“剪刀差”走勢 | 劉雅瑩 | 02.17 |
| 3. | 評估特朗普可能的對華匯率新策略 | 戴道華 | 02.15 |
| 4. | 內地國企混改提速 或成A股雞年新動力 | 蘇傑 | 02.15 |
| 5. | 經濟增長預期和投資氣氛改善
2017年私貸市場有望穩定增長 | 黃靜萍 | 02.15 |
| 6. | 從1月份內地信貸數據看對港貸款市場的影響 | 王鎮強 | 02.15 |
| 7. | 彭博推出中國債券指數有助資金流入境內債市 | 羅羽庭 | 02.10 |
| 8. | 特朗普將如何整頓美國金融監管? | 張文晶 | 02.09 |
| 9. | 美國口頭上的強美元政策不再及其影響 | 戴道華 | 02.09 |
| 10. | 心理防綫? 整數關口? 地外匯儲備降至3萬億美元以下的
政策含義 | 鄂志寰 | 02.09 |
| 11. | 越南發展勢頭良好 | 黃思華 | 02.09 |
| 12. | 對未來聯儲局收縮其資產負債表的幾點思考 | 蔡永雄 | 02.08 |
| 13. | 特朗普對外經貿政策的風險顯現 | 鄂志寰、黃思華 | 02.03 |
| 14. | 美債息上行的漣漪效應 | 張文晶 | 01.27 |
| 15. | 特朗普勝選後與就職後的美元走勢分化 | 劉雅瑩 | 01.26 |
| 16. | 內地基準利率不變、市場利率趨升的解讀 | 戴道華 | 01.25 |
| 17. | 人行創設新工具 惟債市情緒仍偏謹慎 | 劉雅瑩 | 01.24 |
| 18. | 特朗普不確定性中的三個確定性-- 特朗普首批對內政策效
果預估 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.24 |
| 19. | 特朗普變革非空談 惟前路崎嶇 | 卓亮 | 01.24 |
| 20. | 2016年內地經濟築底回穩 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.20 |