



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



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

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。

從 TIC 數據看中國持有美國國債的規模與結構

本月，伴隨中美貿易出現摩擦、美國 10 年期國債收益率繼續攀升、以及美國財政部的數據顯示在 2017 年 11 月中國持有的美國國債較 10 月份減少 126 億美元，市場擔心有關的減持陸續有來。

美國財政部的 Treasury International Capital System (TIC) 是關於外國投資者持有包括美國國債在內的美元證券資產最權威的統計，該統計具體到國別和國債、機構債券、公司債券和股票等資產類別，可提供全球可比數據。不過，該統計能提供有用參考，惟不應視為是外國投資者持有美元證券資產的完整統計，因為其數據來自美國本土的托管人的申報和調查（包括銀行、經紀、投資者、發行人等），而且申報有金額的門檻（例如跨境交易金額要達 5000 萬美元以上），如果外國投資者在離岸市場交易和托管美元資產，其身份就不會在 TIC 統計中得到準確反映。另外，就外國投資者統計沒有再細分為官方還是私人投資者。但不論如何，該統計仍然是市場跟蹤和分析的最主要系列。

據其統計，中國持有的美國國債在 2017 年 11 月確實較前一個月減少 126 億美元，但單月的餘額變化不應過份解讀，一來是因為光是在 2017 年首 11 個月，中國持有的美國國債餘額錄得減少的有三個月份，另外八個月份就錄得增加，最大的單月增幅為 6 月份的 442 億美元，2017 年截至 11 月份，中國持有的美國國債餘額累計是較 2016 年底增加了 1182 億美元的。二來，TIC 統計外國投資者持有的美國國債餘額是以國債的現值（指長期國債，短期國債則以面值入賬，惟其佔比很低，不影響結論）而非面值來進行統計的，在統計覆蓋的 2017 年首 11 個月裏，美國 10 年期國債收益率整體略有下降，從 2.44% 降至 2.39%，那麼長期國債賬面應是略有升值的，惟幅度相信很小，不足以改變中國增持美國國債

的情況。

如前所述，TIC 統計沒有再把外國投資者細分為官方或是私人投資者，但基於中國的外匯管理體制，可以推斷 TIC 顯示的中國持有的美國國債絕大部份應該是官方外匯儲備的持有量。之所以如此推斷，是因為國家外管局公佈的截至 2017 年第三季中國國際投資頭寸顯示，在中國持有的對外資產當中，儲備資產規模有 32044 億美元（其中絕大部份為外匯儲備），而私人持有的對外證券資產則只有 4538 億美元，其中債券只有 1719 億美元。這樣一來，中國增持、而非減持美國國債的行為就更加突出，因為 2017 年截至 11 月份，中國官方外匯儲備回升了 1088 億美元（全年增幅則有 1294 億美元），中國增持美國國債的規模（1182 億美元）較官方外匯儲備回升的幅度還要大，就顯示不僅官方，連私人投資者也在增持美國國債，此其一。

其二，2017 年中國外匯儲備觸底回升，既有跨境資金流動趨於平衡的因素，也有美元貶值，外匯儲備中非美元資產估值上升的因素。人民銀行外匯佔款在 2018 年首 8 個月下跌，9 至 11 月份略有回升，12 月又告回落，全年來計，央行外匯佔款累計下跌 4637 億元人民幣，跌幅較 2016 年的 46441 億元人民幣顯著收窄。另外，2017 年 G10 貨幣兌美元全綫升值，其中歐元、英鎊和日圓兌美元分別升值 14.2%、9.5% 和 3.8%，那麼中國外匯儲備當中的非美元資產轉換成美元就會錄得一定的賬面升值。而該影響只是賬面的，增持美國國債卻是要真金白銀的，佐證了中國是增持而非減持美國國債的行為。

從更長的歷史數據看，情況也相似。中國官方外匯儲備的峰值是 2014 年 6 月份時的 39900 億美元，至 2017 年 1 月一度降至 29982 億美元，降幅達 9918 億美元或 24.9%。同期 TIC 顯示中國持有的美國國債從 12684 億美元減少至 10511 億美元，減幅 2173 億美元或 17.1%。從兩者不對稱的降幅來看，中國減持美國國債以應付資金流走、外匯儲備下降是非常審慎的，中國持有的美國國債相對於外匯儲備的比率不降反升，從 31.8% 升至 35.1%，主要是保守地被動減持。此外，中國外匯儲備這段期間的減少同樣既有資金流走的因素，也有美元強勢令非美元組合減值的因素，惟後者的影響相對較小，將之撇除後不改變中國持有美國國債的積極立場。

美國國債又有長短期之分，一直以來中國持有的絕大部份是長期美國國債，佔比均在 99%或以上。橫向比較，中國和日本是全球擁有最多官方外匯儲備的兩個經濟體，順理成章也是美國國債最大的兩個持有者。但有趣的是 TIC 數據顯示在 2016 年 10 月至 2017 年 5 月期間，日本持有的美國國債在落後多年以來一度反超中國，其持有量在個別月份一度超出中國逾 500 美元之多。考慮到日本的官方外匯儲備規模只相當於中國的不到四成，這就暗示其實日本持有的美國國債有相當一部份是由私人而非日本央行持有，這與日圓可兌換和日本是全球最大的債權國等有關。另外，在國債領域，日本持有的短期美國國債比例逾 5.0%，與中國不到 1.0%有較為明顯的區別。

除國債以外，廣義的長期美元證券資產還包括機構債券、公司債券和股票。TIC 數據顯示 2017 年 10 月份中國持有的這四類資產的規模分別為 11856 億、1748 億、162 億和 1936 億美元，加總有 15702 億美元，相當於同期中國外匯儲備 31092 億美元的 50.5%。至於日本，同期分別持有 10312 億、2451 億、2051 億和 5070 億美元的長期美國國債、機構債券、公司債券和股票，加總有 19884 億美元，相當於同期日本外匯儲備 11985 億美元的 165.9%，佐證其私人持有的規模相當可觀。

由於有私人投資者的參與，日本持有的長期美元證券資產當中公司債佔比十倍於中國，股票的佔比雙倍於中國，國債佔比因此反而小於中國，反映了官方投資者和私人投資者對安全性、流動性和風險與回報等的不同要求。在 2017 年，中國和日本持有的長期美國證券資產均顯著增加，惟中國的增長全部來自美國國債，而日本卻是全部來自除國債以外的其他三類資產。據此，就美國國債的國際投資者而言，中國的一舉一動格外受到市場關注仍就其道理。

近期報告

1.	2017 年內地經濟增長動力回穩	鄂志寰、蔡永雄	01.18
2.	創科企業融資如火如荼, 上市地爭奪烽煙再起	蘇杰	01.17
3.	港美同業拆息的互動及其對香港銀行加息決定的影響	戴道華	01.16
4.	東盟企業來港上市愈趨活躍	黃思華	01.15
5.	區塊鏈技術及其金融場景應用探析	劉雅瑩	01.10
6.	擁抱新經濟, 港上市規則最大改革啟動	蘇傑	12.20
7.	市場利率上升如何傳遞到最優惠貸款利率?	戴道華	12.18
8.	香港按揭貸款利率如何定價?	戴道華	12.08
9.	從自由貿易試驗區到自由貿易港的內涵及潛在影響	黃思華	12.05
10.	數字貨幣熱潮再現, ICO 規範宜疏堵並重	蘇傑	11.30
11.	11 月消費盛宴對貨幣政策的啟示	卓亮	11.27
12.	聯儲局加息上限在哪裡?	卓亮	11.21
13.	香港東盟簽署自貿協定意義重大	黃思華	11.14
14.	中國金融市場將迎來全面開放新格局	鄂志寰	11.10
15.	環球央行寬鬆政策限制聯儲局加息空間	卓亮	11.06
16.	評估香港服務貿易結構的轉變	黃思華	11.06
17.	從十九大防範系統性金融風險的要求看去槓桿議題	戴道華	11.06
18.	鮑威爾料將大致延續耶倫的貨幣政策	卓亮、蔡永雄	11.03
19.	建設現代經濟體系, 粵港澳大灣區可發揮三大作用	王春新	10.31
20.	從市場數據看人民幣匯率彈性和波動增加	戴道華	10.27