

王永中

wangyzcass@163.com

外汇储备投资行为趋向保守 注资金融机构方式实现创新 ——2015 年中国对外证券投资年度报告

摘要

2015 年，中国外汇储备规模下降 5126 亿美元。其中，中国人民银行外汇市场干预导致外汇储备下降 3472 亿美元，占外汇储备下跌总额的 67.7%；美元大幅升值导致以美元计价的外汇储备价值下跌 1388 亿美元，占 27.1%；中国人民银行增加黄金储备 266 亿美元，占 5.2%。

2015 年 10 月底，中国持有美国证券资产的规模达 17628 亿美元，其中，美国国债 12548 亿美元，机构债券 2041 亿美元，股票 2838 亿美元，企业债券 201 亿美元。中国对美国证券资产的投资总体上维持稳定，投资规模略有下降，投资行为趋于保守，股票的投资比重由前期的 18.0%降至 16.1%，而国债的投资比重由 69.1%升至 71.2%。美国国债占中国持有的美国金融资产的比例明显上升，由 2014 年末的 65.8%上升至 2015 年 10 月的 68.3%，提高了 2.5 个百分点。中国持有的美国国债占外汇储备的比例显著上升，由 2014 年末的 32.4%升至 2015 年 11 月底的 36.8%，上升了 4.4 个百分点。中国外汇储备币种多元化进程放缓，美元资产的比重实现止跌回升，上升了 2.9 个百分点，达 52.1%。

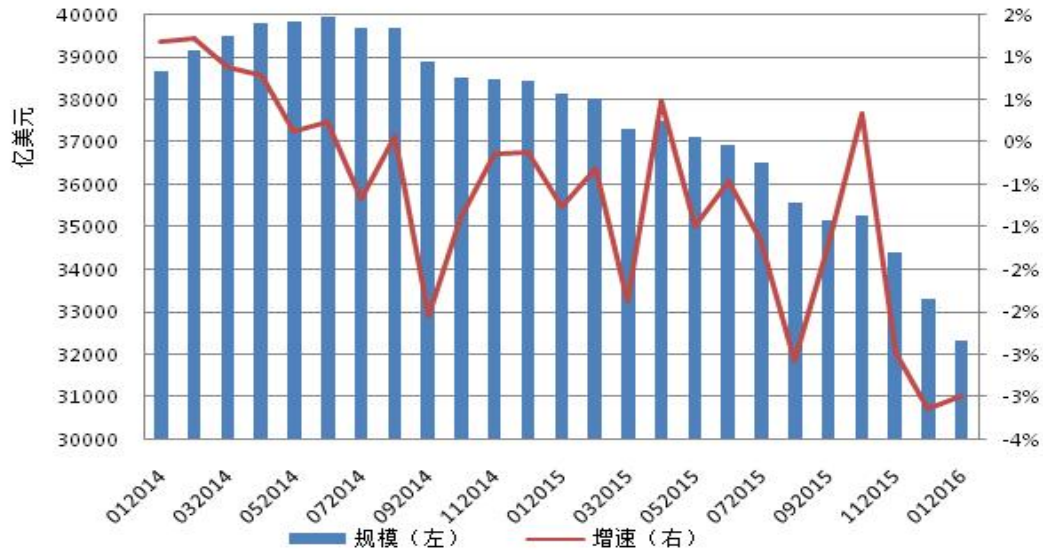
在外汇储备注资金融机构方面，国家外汇管理局的一项创新举措是通过外汇储备投资平台注资——梧桐树投资平台有限责任公司，分别向国家开发银行、中国进出口银行和丝路基金注资 480 亿美元、450 亿美元、65 亿美元，分别获取其 27.19%、89.26%、65% 的股权。该注资方式的优点在于：一是充分利用和发挥国家外汇管理局在外汇储备资产管理方面的经验与能力；二是简化了外汇储备注资金融机构的财务操作和记账程序，所注入的资金无需移出外汇储备账户。其缺点体现在：一是中国人民银行事实上成为国有金融机构的股东甚至是绝对控股股东，与中央银行相对超脱性的货币政策、金融稳定与监管的职能可能存在潜在冲突。二是外汇管理局管理的储备资产规模庞大，可能没有精力以股东身份对所注资国有金融机构实施有效的监督约束。三是国有金融资产管理体制部分退回至中国投资公司成立前的中央汇金公司模式。

2015 年，由于外汇储备规模的大幅下跌，短期外债水平的快速增加，中国超额外汇储备规模由上年的 16776 亿美元大幅下跌至 8071 亿美元，下降了 51.9%。未来一段时间，考虑人民币贬值和资本外流的压力仍会存在，中国的外汇储备和超额外汇储备的规模预计会继续下降。鉴于中国外汇储备规模仍远超由交易需求和预防需求所决定的最优水平，外汇储备的管理思路应继续在坚持安全性、流动性原则的同时，更为强调创新使用和投资回报。未来，外汇储备可适当增持欧元资产，并应高度警惕“一带一路”的投资风险。

一、 中国外汇储备的变动及其分解

2014 年 9 月以来，中国外汇储备规模出现了明显下降，由 2014 年 8 月末的峰值水平 39688 亿美元跌至 2016 年 1 月末的 32309 亿美元，下降了 7379 亿美元，下降幅度达 18.6%。尤其在 2015 年 11 月至 2016 年 1 月期间，中国外汇储备呈现加快下跌的态势，月度下降量分别为 872 亿美元、1079 亿美元和 995 亿美元，下跌速度分别达 2.5%、3.1%、3.0%（见图 1）。

图1 中国外汇储备的规模及其增长率

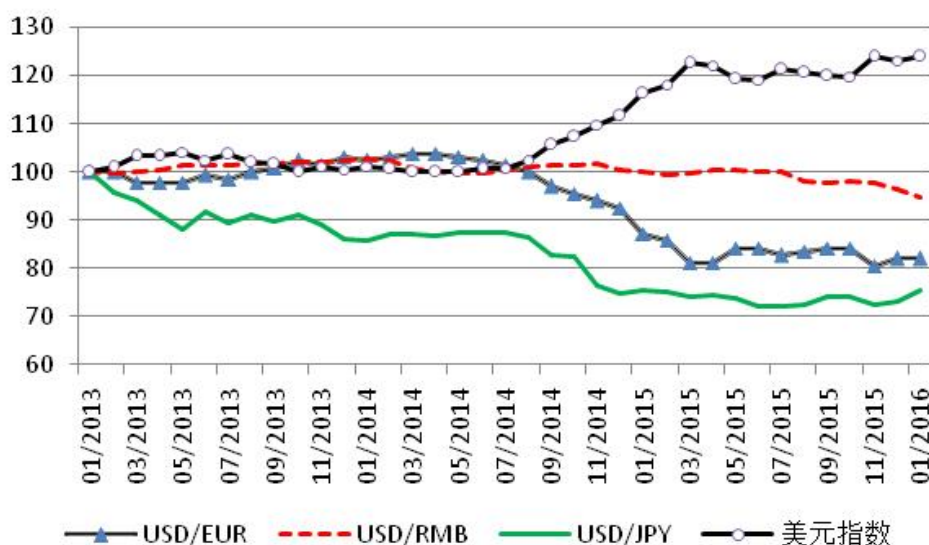


资料来源：CEIC。

近期,造成中国外汇储备快速下跌一个主要原因是人民币相对于美元的贬值压力明显上升。如图 2 所示,2014 年 8 月以来,美元相对于日元、欧元大幅升值,美元汇率分别由 1.33 欧元/美元、102.94 日元/美元大幅升至 2016 年 1 月的 1.09 欧元/美元、118.23 日元/美元,相对于欧元、日元分别升值 22.0%、14.9%。同时,美元也相对全球其他货币,特别是一些大宗商品出口国的货币强劲升值,美元指数由 2014 年 8 月的 81.85 大幅攀升至 2016 年的 99.01,升值 21.0%。在 2015 年 7 月及之前,人民币兑美元的汇率维持高度稳定。这意味着人民币相对于美元以外的货币已大幅升值。在中国经济明显放缓、出口持续负增长的情形下,人民币相对于美元的贬值压力逐步积累。2015 年 8 月以来,人民币相对于美元的贬值速度有所加快,特别是在 2016 年 1 月下跌幅度为 1.76%。

同时,中国经济的结构调整和增速明显放缓、出口连续负增长,进一步强化了人民币的贬值预期,导致企业和居民的美元需求大幅上升。为缓和人民币的贬值压力,维持人民币汇率的基本稳定,中国人民银行被迫在外汇市场上卖出美元,买入人民币,这就导致央行的外汇储备规模下降。人民币贬值速度的加快,鼓励境外短期逐利资本加快撤离中国的步伐,也导致部分国内企业提前偿还外币债务,以避免债务负担的加重。另外,国际投机资本也从中国经济减速、出口下降和股票市场剧烈波动中嗅到做空中国经济与人民币的商机。这些因素共同导致国内居民对美元需求大幅上升和资本大量流出,进而引致外汇储备快速下降,而人民币的需求下降和资本流出,进一步加大人民币的贬值压力,从而形成了人民币贬值——美元需求上升(人民币供给过剩)和资本外流——外汇储备下降的循环链条。

图2 欧元、日元和人民币兑美元的汇率指数与美元指数



资料来源：CEIC。

注：2013年1月的欧元、日元和人民币兑美元的汇率以及美元指数均为100。

事实上，2015 年外汇储备的大幅下降不能完全归咎于央行的外汇市场干预，美元汇率升值引起的估值效应也是一个重要因素。除美元资产外，中国外汇储备资产还有非美元资产，如欧元、日元、英镑等货币。美元升值导致以美元计价的外汇储备中非美元资产价值的下跌，从而，以美元计价的外汇储备价值将会下跌。但是，外汇储备资产的实际购买力不一定下跌，其变动方向取决于美元资产和非美元资产的相对比重大小。此外，中国增加黄金和石油储备、外汇储备注资金融机构也会对外汇储备规模产生影响。

如表 1 所示，在不考虑增加石油储备和注资金融机构的条件下，中国外汇储备的下降可归咎于外汇市场干预、美元升值的估值效应和增加黄金储备。2015 年，外汇储备规模下降 5126 亿美元。其中，中国人民银行外汇市场干预导致外汇储备下降 3472 亿美元，占外汇储备下跌总额的 67.7%；美元大幅升值导致以美元计价的外汇储备价值下跌 1388 亿美元，占 27.1%；中国人民银行增加黄金储备 266 亿美元，占 5.2%。

在外汇储备注资金融机构方面，国家外汇管理局的一项创新举措是通过外汇储备投资平台注资，该平台公司所注入的资本无需移出外汇储备账户。在外汇储备注资中国投资公司的模式下，财政部需借助商业性金融机构（如中国农业银行）向中国人民银行间接发行特别国债，用以置换央行的外汇储备，而注入中投公司的资金应移出外汇储备账户。从而，外汇储

备投资平台公司注册国有金融机构不会对外汇储备资产规模产生影响。关于该注资模式，本文稍后将详细分析。考虑到亚洲基础设施投资银行和金砖国家新开发银行是财政部主导，外汇储备注资模式应采取注资中国投资公司的模式，从而，注入亚投行、金砖新开发银行的资金必须移出外汇储备账户。

表1 2015年中国外汇储备变动的分解 单位：亿美元

时间	外汇储备变动	外汇市场干预	黄金储备变动	估值效应
1月	-296	1		-297
2月	-119	-35		-84
3月	-715	-371		-344
4月	181	-74		255
5月	-370	-61		-309
6月	-173	-28	-229	84
7月	-425	-491	-7	73
8月	-939	-501	-6	-432
9月	-433	-415	-5	-13
10月	114	84	-5	35
11月	-872	-493	-7	-372
12月	-1079	-1088	-7	16
合计	-5126	-3472	-266	-1388

资料来源：PBOC和IIS。

注：(1)“-”表示外汇储备的下降。若外汇市场干预量为负值表示中央银行在外汇市场上卖出外币（如美元），买入人民币，外汇储备规模下降；若外汇干预量为正值，表示央行在外汇市场上卖出人民币，买入外币，外汇储备规模上升。

(2) 央行外汇市场干预量为中国人民银行资产负债表中“国外资产”项中的“外汇”子项的变动额，折算为美元。折算汇率为当月和上月的人民币兑美元月平均汇率的均值。

(3) 6月黄金购买量的折算汇率为2015年上半年人民币兑美元的平均汇率；7-12月购买黄金规模的折算汇率为当月和上月的人民币兑美元月平均汇率的均值。

(4) 鉴于中国外汇储备资产的币种结构尚未公开，以及2015年外汇储备注入国内金融机构和多边开发性金融机构的资本基本未脱离外汇储备账户，本表简单假定估值效应为外汇储备变动与外汇市场干预、黄金储备变动之间的差额。

二、中国投资美元证券资产状况

中国持有的美国证券资产体现出信用等级高、期限长的特征。截至2015年10月底，中国持有的美国证券资产的规模达17628亿美元，其中，美国国债12548亿美元，机构债券2041亿美元，股票2838亿美元，企业债券201亿美元。如表2所示，中国持有的美国证券资产仍继续呈现出两个基本特征：一是信用等级高。中国持有AAA信用等级的美国

国债和机构债券的价值高达 14589 亿美元，占证券持有总额的 82.8%，而股票、企业债券等高收益的资产的比例仅分别为 16.1%、1.1%。二是期限长。中国持有的美国长期债券资产规模达 14722 亿美元，占持有的美元资产总量的 83.5%，而短期债券的持有量仅为 68 亿美元，不到 0.4%，其中短期国债持有量为 66 亿美元，短期企业债券的持有量几乎可以忽略不计。这一期限结构使得中国持有的美元证券资产特别易遭受美国通货膨胀风险和利率风险的不利冲击。显然，美联储提高利率将会对中国持有的长期美国国债的市场价格构成负面影响。在证券资产的期限结构配置问题上，中国面临着追求投资收益与防范利率（通货膨胀）风险的两难选择。若中国增持短期债券品种，虽然可降低物价、利率波动对证券市场价值所产生的不利影响，但短期债券的收益率极低，几乎为零。

表2 中国持有美国金融资产的种类及规模 单位：亿美元

日期 (月末)	存款	证券	股票	长期债券			短期债券		
				国债	机构债	公司债	国债	机构债	公司债
2008.06	258	12050	1000	5220	5270	260	130	170	0
2009.06	302	14640	780	7570	4540	150	1590	0	10
2010.06	224	16110	1270	11080	3600	110	40	1	8
2011.06	298	17270	1590	13020	2450	160	49	0	3
2012.06	577	15922	2209	11385	2024	218	84	2	0
2013.06	384	17348	2605	12721	1740	234	46	2	1
2014.06	1099	18169	3197	12607	2043	236	87	7	0
2014.12	911	18001	3237	12428	2087	226	15		8
2015.03	745	18323	3453	12600	2039	216	10		5
2015.06	645	18443	3306	12680	2220	204	31		2
2015.09	763	17553	2694	12530	2075	204	49		1
2015.10	749	17628	2838	12482	2041	199	66		2
2015.11	805			12594			51		2

资料来源：美国财政部。

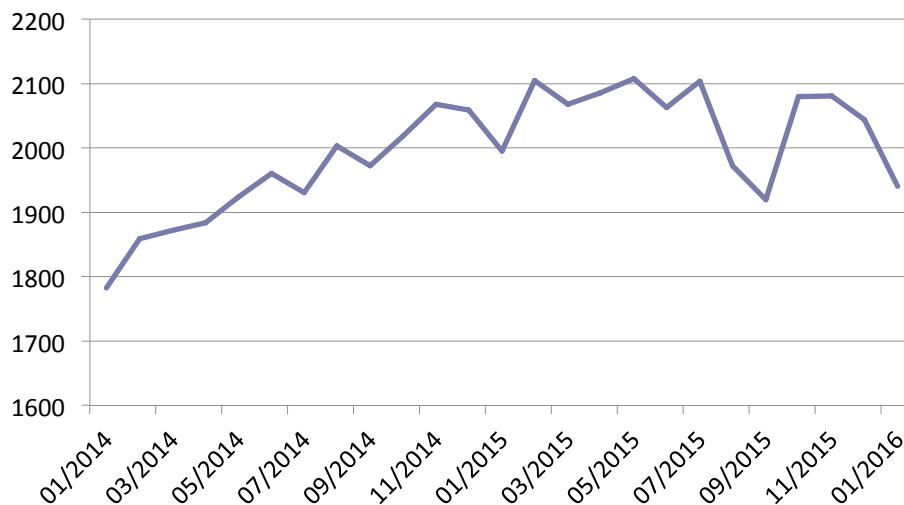
注：2008-2014年度6月末的数据为年度调查数据，其他数据为月度数据。相比较于年度数据，月度数据存在较明显的“托管偏误”问题，倾向于低估中国持有美国证券资产的规模。

在 2015 年前 10 个月，中国对美国证券资产的投资总体上维持稳定，总投资规模略有下降，投资行为趋于保守，股票这一高收益资产的比重有所下降，国债这一低风险资产的比重有所上升。从投资资产的绝对量上看，与 2014 年底的投资水平相比，2015 年 10 月底中国减持的证券资产量为 373 亿美元，减持幅度为 2.1%。其中，股票的减持力度最大，达 399 亿美元，投资量下降了 12.3%，机构债和公司债的持有量分别下降 46 亿美元、33 亿美元，减持幅度分别为 2.2%、1.4%，而美国国债的持有量增加了 105 亿美元，上升了 0.8%，并在

11月继续增持了112亿美元，达12594亿美元，增持了0.7%。从资产的结构来看，各项美元证券资产的投资比例基本稳定，股票的比例由前期的18.0%降至16.1%，企业债的比例由1.3%微降至1.1%，而国债的投资比重由69.1%上升至71.2%，机构债券的投资比重稳定在11.6%的水平。

值得注意的是，在2015年第2季度、3季度，中国大幅减持了美国股票资产，股票投资量从第1季度末的3453亿美元，分别降至2季度、3季度末的3306亿美元、2694亿美元，减持幅度分别为4.3%、18.5%。这可能与美国股票价格在金融危机后经历了长期稳定上涨之后，继续上涨的动力缺乏有关。2015年下半年以来，美国股票市场的波动幅度明显扩大。标准普尔500股票平均价格指数从2015年7月的阶段性高位的2104点下降至2015年9月的1920点，下跌幅度达8.7%，其后虽有所反弹，但在2016年1月又继续回落至上年9月的水平（见图3）。

图3 美国标准普尔500股票价格指数



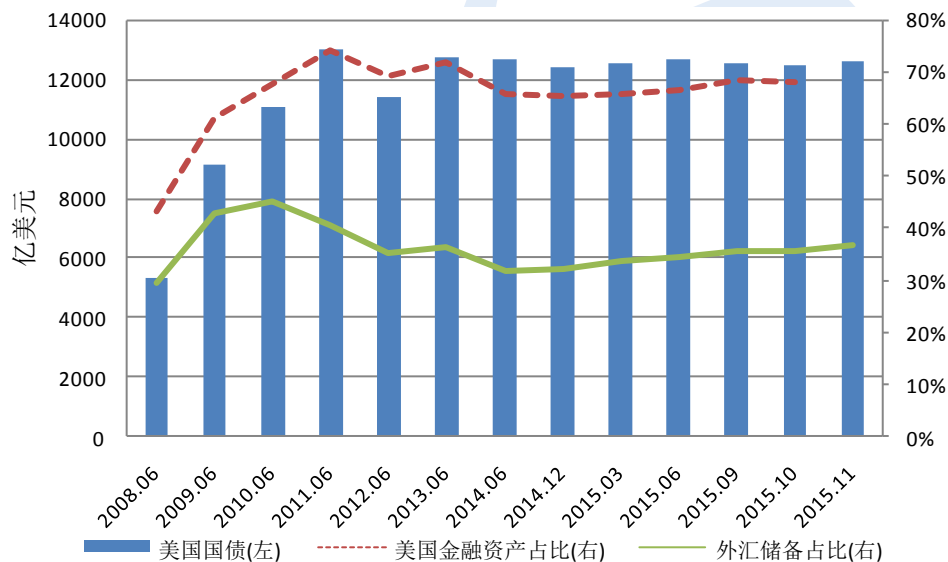
资料来源：CEIC。

此外，从表2的数据可以看出，中国对美国短期债券的投资缺乏兴趣。自2010年以来，中国对美国短期国债的购买规模基本维持在区区几十亿的水平上，对短期机构债券、短期公司债的投资规模基本可以忽略不计。即使在2014-2015年美联储加息预期强烈及美联储加息的背景下，中国仍然没有改变对美国短期债券的投资策略。这与其它发达国家的投资者形成了鲜明反差。西方发达国家的投资者对美国短期债券的投资兴趣远远高于中国，短期债券占

其资产组合的比重通常较高。2014年12月底至2015年10月期间，除中国以外的美国债券的外国投资者持有的短期国债、短期公司债占其持有的国债、公司债的平均比例约分别为13.5%、6.9%。

2015年前11个月，中国持有的美国国债的绝对规模基本上呈现小幅增长的态势，由2014年12月的12443亿美元升至2015年11月的12645亿美元，净增持202亿美元，增长了1.6%。由于中国较明显减持了股票等风险较高的资产，美国国债占中国持有的美国金融资产的比例明显上升，由2014年末的65.8%上升至2015年10月的68.3%，提高了2.5个百分点。同时，由于同期中国外汇储备规模的较明显下降，中国持有的美国国债占外汇储备的比例显著上升，由2014年末的32.4%升至2015年11月底的36.8%，上升了4.4个百分点（见图4）。

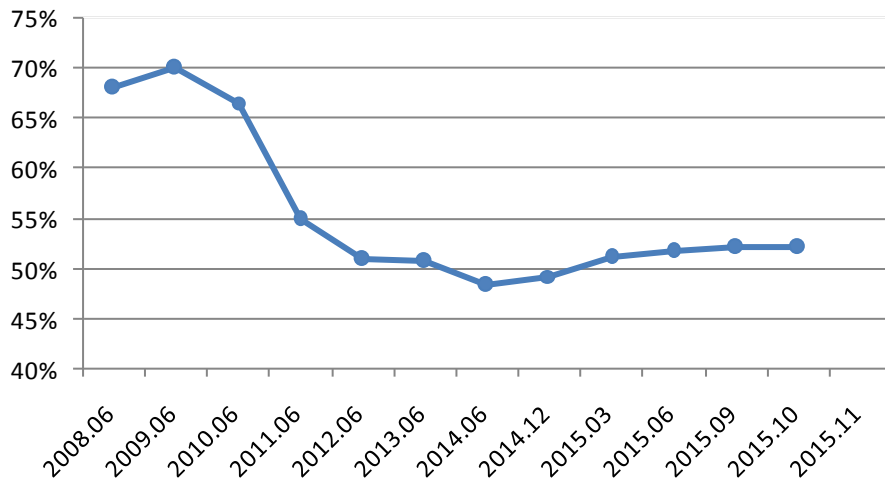
图4 中国购买的美国国债及占中国持有的外汇储备、美国金融资产的比例



资料来源：美国财政部。

中国外汇储备币种多元化进程放缓，美元资产的比重止跌回升。如图5显示，2009年6月底以来，中国持有美国金融资产规模占外汇储备的比重呈稳步下降的态势，但这一趋势在2014年下半年开始逆转，美元资产的比重在2015年出现明显的回升态势。美元资产占外汇储备的比重由2009年6月末的峰值水平70.1%降至2014年6月末的谷底水平48.3%，随后稳步回升至2015年10月末的52.1%。在2015年前10个月，美元资产占外汇储备的比重稳步上升，累计上升2.9个百分点（见图5）。显然，美元资产比重显著上升与近年来美元强劲升值、日元欧元大幅贬值密切相关。

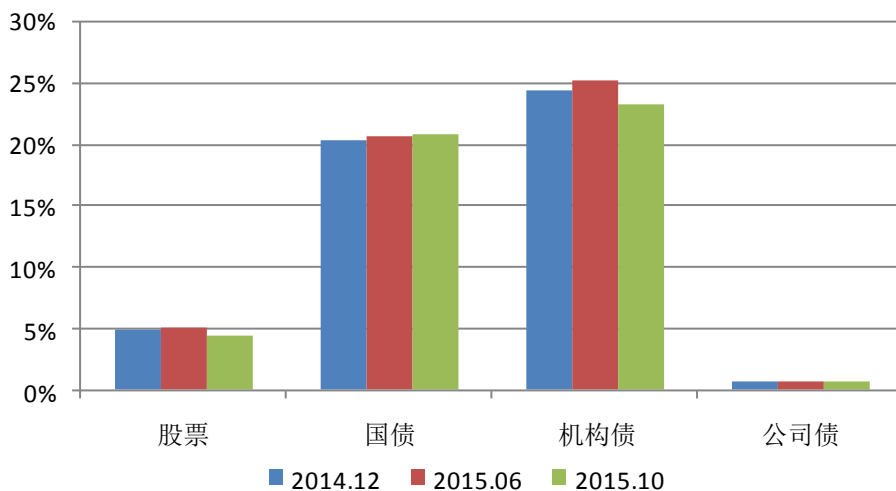
图5 中国持有的美元资产占外汇储备的比例



资料来源：美国财政部、中国人民银行。

中国继续保持美国证券资产市场最大的外国投资者的地位。2015年前11个月，中国对美国证券投资占外国对美证券投资的比重总体上有小幅回落，由2014年底的10.6%微降至2015年10月末的10.5%。从证券品种看，中国投资的机构债、股票和公司债的比例有所下降，而国债的持有比例有小幅上升。2015年10月底，中国投资的机构债的占比最高，达23.2%，国债其次，占20.7%，股票第三，占4.4%，公司债的份额最低，仅为0.6%（见图6）。

图6 中国持有的美国证券资产占外国投资者持有量的比例



资料来源：美国财政部。

三、外汇储备运用创新举措——外汇储备投资平台公司注资金融机构

注资国有金融机构和多边开发性金融机构是外汇储备资产运用的一项重要途径。2015年，中国外汇储备先后注资了金砖国家新开发银行、国家开发银行、中国进出口银行、丝路基金和亚洲基础设施投资银行。在国家开发银行、中国进出口银行和丝路基金的注资方式选择上，中国人民银行的一个重要创新是通过外汇储备的投资平台公司——梧桐树投资平台有限责任公司来实现的。

2015年7月15日、7月20日，国家外汇储备管理局通过其投资平台公司梧桐树投资平台有限公司，向国家开发银行、中国进出口银行分别注资480亿美元、450亿美元。此次注资之后，国开行注册资本由3067亿元增加至4212亿元，所有者权益从6676亿元增加至9863亿元，财政部、中央汇金公司、外汇储备投资平台公司和社保基金持股比例分别为36.54%、34.68%、27.19%和1.59%；中国进出口银行注册资本由50亿元增加至1500亿元，所有者权益从282亿元增加至3085亿元，财政部、外汇储备投资平台公司出资占比分别为10.74%、89.26%。通过此次外汇储备注资，国家外汇管理局（中国人民银行）事实上成为中国进出口银行的绝对控股股东、国家开发银行的第三大股东。

同时，国家外汇管理局通过外汇储备注资丝路基金获取其控股权。实际上，丝路基金是在中国人民银行的主导下设立的，国家外汇管理局获取其控股权似乎是理所当然。丝路基金的资本金400亿美元，首期资本金100亿美元。其中，外汇储备出资65亿美元（通过梧桐树投资平台有限责任公司）、中国投资公司、中国进出口银行、国家开发银行（国开金融有限责任公司）分别出资15亿美元、15亿美元和5亿美元。从而，梧桐树投资公司（国家外汇管理局）获得了丝路基金65%的股权。

外汇储备投资平台公司注资国有金融机构方式的特色之处在于，外汇储备投资平台公司而不是国家外汇管理局或中国人民银行直接持有金融机构的股权，从技术层面上绕开了中央银行一般不作为金融机构股东的国际通行的共识和做法，其通常由财政部作为国家代表持有国有金融机构的股权。不过，中国人民银行通过注资事实上获取了中国进出口银行、丝路基金的绝对控股权，以及国家开发银行的部分控制权。

通过外汇储备投资平台公司的注资方式可能与中国现行的外汇储备管理体制较为适应。在西方国家，外汇储备管理多数实行财政部主导、中央银行负责具体实施。中国的外汇储备

管理实行“一元”体制，由中国人民银行的下属机构国家外汇管理局独家负责外汇管理的经营管理。这种注资方式有两个优点：一是充分利用和发挥国家外汇管理局在外汇储备资产管理方面的经验与能力。财政部一般较少参与国有金融资产的经营管理，其管理金融资产的能力要明显弱于国家外汇管理局。二是简化了外汇储备注资金融机构的财务操作和记账程序。在外汇储备投资平台注资国有金融机构的情形下，投资平台公司作为被注资金融机构的新股东，所注入的资本仍然属于外汇储备，注资后央行的资产负债表不会发生任何变化，变化的仅是外汇储备内部的资产结构。若要财政部作为新注资国有金融机构的股东，外汇储备注资的对央行资产负债表的影响较为复杂。财政部需要通过发行特别国债方式来向央行借取外汇储备，而且，财政部还不直接向央行发行债券，需要借道其商业性金融机构，因为央行不能直接购买财政部发行的债券，否则便是财政透支行为。例如，外汇储备注资中国投资公司时，财政部曾通过中国农业银行向央行发行特别国债的方式借取外汇储备，且财政部还需要向央行支付国债利息。

但是，外汇储备投资平台注资国有金融机构的方式也不可避免地存在一些缺陷。具体体现在：一是中国人民银行事实上成为国有金融机构的股东甚至是绝对控股股东，这与中央银行相对超脱性的制定货币政策、实施金融稳定与监管的职能可能存在一些潜在冲突，不利于提升央行的独立性。二是外汇储备投资方式和国有金融机构股东的投资行为方式存在较大差异，且外汇管理局管理着庞大的外汇储备资产，可能缺乏足够的精力行使股东的职能，对所注资国有金融机构的监督约束可能不够到位。三是国有金融资产管理体制部分退回至中国投资公司成立前的中央汇金公司模式。自财政部通过发行特别国债方式，将中央汇金公司从中国人民银行转移至中国投资公司后，中国人民银行便不再持有金融机构的股权。通过此次注资国有金融机构，外汇储备投资平台公司很可能成为中国投资公司成立之前的中央汇金公司。

四、中国外汇储备的充足性估计

近来，外汇储备的大幅下跌，引起国内社会关于外汇储备是否充足的关注。所谓“此一时，彼一时”。在最近的十年，外汇储备的过快增长一直是中国货币当局面临的一个棘手问题。然而，在当前人民币贬值和资本外流的压力持续存在的情形下，中国现在似乎要开始考虑外汇储备可能不足的问题了。作为一个大型发展中新兴经济体，中国显然需要保持足够的外汇储备，来维护人民币汇率的稳定运行，防范潜在的国际收支危机。

我们可根据目前流行的拇指法则来估算中国外汇储备的最优规模。在衡量新兴经济体外汇储备的充足性或最优规模方面，有一些得到广泛认可的拇指法则。最为传统的拇指法是衡量一

国外汇储备规模能否覆盖三个月的进口。运用最为广泛的 Greenspan-Guidotti 法则考察一国外汇储备能否完全覆盖其短期外债。Wijnholds and Kapteyn (2001)提议将 M2 的 20%作为衡量外汇储备充足性的指标之一。他们认为，广义货币 M2 可被用于代表一国流动性资产的规模，而流动性资产在金融危机时易于兑换成外币资产而逃向境外¹。考虑到中国目前对资本项目仍能实行有效的资本管制，中国的金融系统是由银行部门主导的，且四大国有商业银行又主导着中国的商业银行系统，从而，中国发生资本外逃风险显著低于那些外汇储备规模较低、资本账户管制较松的新兴经济体。因此，在考察中国外汇储备的最优规模时，我们选择 M2 指标的权重是 5%而不是流行的 20%。

表 3 中国外汇储备的最优额及过剩额 单位：亿美元

	短期外债	3个月进口额	5%×M2	储备最优额	储备过剩额
2005	1720	1650	1829	5199	2990
2006	1990	1980	2210	6180	4483
2007	2360	2390	2737	7487	7796
2008	2260	2830	3468	8558	10902
2009	2590	2510	4467	9567	14425
2010	3760	3490	5458	12708	15765
2011	5010	4360	6705	16075	15737
2012	5409	4543	7818	17770	15346
2013	6766	4873	9115	20754	17459
2014	6834	4898	9922	21654	16776
2015	10235	4205	10793	25233	8071

资料来源：CEIC 和 IIS。

注：短期外债为 2015 年 9 月末的数据。

在过去的十余年间，随着中国经济开放度的不断提升和“双顺差”的长期存在，中国外汇储备的最优额和过剩额持续增长，然而近两年来，中国外汇储备的增长失速和大幅下降，导致外汇储备过剩规模显著下降。如表 3 所示，2005-2013 年期间，随着中国经济开放度的快速提升和货币发行规模的迅速增长，中国对外汇储备的交易性需求和预防性需求的规模持续上升，年均增长率高达 19.1%，但中国外汇储备的积累速度显著超过最优外汇储备规模的增长速度，其年均增速达 21.2%，导致中国外汇储备实际规模均大幅超过了最优额，存在大量过剩，且过剩的外汇储备额基本呈连续增长的态势，其年均增长率达 25.7%。2013 年，中国外汇储备的最优规模为 17972 亿美元，而过剩的外汇储备额高达 20241 亿美元，为历史性

¹Wijnholds, J. Beaufort and Arend Kapteyn, “Reserve Adequacy in Emerging Market Economies”, IMF Working Paper, September 2001.

峰值水平。

2014 年，外汇储备失去增长势头甚至缓慢下降，而最优外汇储备规模继续稳定增长，导致超额外汇储备的规模下降了 683 亿美元。2015 年，由于外汇储备规模的大幅下跌，短期外债水平的快速增加，导致超额外汇储备规模由上年的 16776 亿美元大幅下跌至 8071 亿美元，下降了 51.9%。尽管如此，中国的外汇储备规模仍然远超由交易需求和预防需求所决定的最优水平。从而，中国外汇储备的管理思路应在继续坚持安全性、流动性原则的同时，更为强调收益性。

五、展望与政策建议

考虑人民币相对于美元的贬值压力仍会持续一段时间，国内企业和居民的美元需求将会继续较为旺盛，资本外流压力持续存在，未来一段时间中国的外汇储备规模和超额外汇储备的规模预计会继续下降。当然，这对中国货币当局不完全是坏事。中国可借机推进外汇储备的多元化，减轻外汇储备的经营管理压力。当然，外汇储备的最优规模是一个动态概念。随着人民币汇率弹性的不断增强，以及人民币国际地位的日益提高，国际投资者对于中国经济信心会逐步提高，未来中国的外汇储备需求将有望下降，不需要继续持有数万亿美元的外汇储备。

鉴于中国外汇储备的绝大部分配置于高流动性的美欧等发达国家的政府债券，外汇储备可完全满足中央银行外汇市场干预的流动性需要，以及外汇储备的实际规模仍远超由交易需求和预防需求所决定的最优水平，中国外汇储备的管理思路应在继续坚持安全性、流动性原则的同时，更为强调收益性，创新使用途径。具体而言，在储备资产的币种选择上，由于美元相对于欧元、日元等货币已大幅升值，未来升值空间受阻，中国可适当增持欧元资产。需要提请注意的是，“一带一路”虽为外汇储备的创新运用创造了良好契机，但“一带一路”沿线国家的投资风险偏高，相关部门和企业在做投资决策时需要高度冷静理性，认真做好前期尽职调查和预期回报分析，切不可机械地以宏观政治导向代替微观项目可行性分析，尽量减少外汇储备资产的投资损失。

IIS 简介：国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。

IIS