

王永中

wangyzcass@163.com

赵奇峰

zhaoqifeng1992@163.com

投资美元证券趋于保守 试水 A 股平准基金功能

——2016 年第 1 季度中国对外投资报告之间接投资部分*

摘要

2016 年第 1 季度，中国持有的美国证券资产规模较 2015 年底有所回落。2016 年 2 月末，中国持有美国证券资产总量为 16593 亿美元，较 2015 年底减少 161 亿美元。2016 年 2 月末，中国投资的美国国债、美国股票的规模分别为 12523 亿美元、1933 亿美元，占中国持有的美国证券资产的比例分别为 75.5%、11.6%，较 2015 年底分别上升 1.1、下降 1.2 个百分点。中国持有的美国债券基本上是长期国债，存在着较大的利率风险隐患。2016 年第 1 季度，中国外汇储备规模有所下降，但降幅趋缓，甚至有所反弹。2016 年 4 月末，中国外汇储备的规模为 32197 亿美元，虽比 2015 年底下降 1107 亿美元，但比今年 3 月份增

* 执笔人为赵奇峰、王永中。赵奇峰系中国人民大学经济学院 2016 级博士研究生。本报告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集体研究成果之一。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘月圆、韩冰、王碧珺、高蓓、黄瑞云与赵奇峰。

加 71 亿美元。外汇储备下降的原因主要有三点：一是美元相对其他主要货币升值的估值效应，导致外汇储备中的非美元资产的美元价值下降；二是中国经济增速持续走低，部分投资者对中国经济前景持悲观态度，导致一些短期资金流出；三是贸易顺差大幅下降，不足以弥补大额资本逆差对于外汇储备的负面影响。

中国外汇储备运用的一项重要创新是试水国内股市平准基金功能。在 2015 年下半年中国股票市场大幅下跌的过程中，为平抑市场的恐慌情绪，外管局旗下的梧桐树、北京凤山和北京坤藤三家投资平台公司共持有十多家市值为 451.6 亿元（约 69.5 亿美元）的 A 股股票。鉴于外汇储备投资于内地股市可能产生二次结汇问题，并对国内的货币供给和资本市场健康发展产生一些潜在的负面影响，应将其视为稳定国内股票市场的一种应急性、临时性举措，不宜成为外汇储备投资的一个重要方向，未来在国内股票市场稳定时，宜考虑选择退出。

一、中国投资美元证券资产状况

（一）投资总量有所回落，投资行为趋于保守

2016 年第 1 季度，中国持有的美国证券资产规模较 2015 年底有所回落。2016 年 2 月末，中国持有美国证券资产总量为 16593 亿美元，较 2015 年底减少 161 亿美元，但比今年 1 月份的增持了 167 亿美元。其中，中国投资的债券规模为 14660 亿美元，较 2015 年底略微增加 56 亿美元，比 1 月份增持 180 亿美元；中国持有股票 1933 亿美元，较 2015 年底减少 217 亿美元，比 1 月份下降 13 亿美元。今年 2 月末，中国持有的美元存款 703 亿美元，较 2015 年底下降 90 亿美元（见表 1）。

表1 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	17520	2680	12594	2000	193	51		2
2015.12	793	16754	2150	12438	1954	187	23		2
2016.01	748	16426	1946	12317	1922	178	63		
2016.02	703	16593	1933	12468	1964	173	55		
2016.03	703			12414			32		

资料来源：美国财政部网站

注：2008 至 2014 年 6 月末的数据为年度调查数据，其他数据为月度数据。相较于年度数据，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的美国金融资产的规模。

（二）以高信用等级、期限长的债券资产为主，利率风险突出

2016 年第 1 季度，中国所持美国证券资产继续表现出信用等级高和期限长的特点。中国所持美国证券资产是高信用等级的美国政府债券为主。2016 年 2 月末，中国投资的美国国债总计 12523 亿美元，占中国所持有的美国证券资产和外汇储备的比例分别为 75.5%和 39.1%，较 2015 年底分别上升 1.1、1.7 个百分点。与此同时，中国持有的美国股票资产规模呈现出持续下降的态势，占中国持有的美国证券资产、外汇储备的比例分别由 2015 年末的 12.8%、6.4%降至 2016 年 2 月末的 11.6%、6.0%。中国持有的美国股票资产已经连续五个月下降，由 2015 年 10 月末的 2838 亿美元大幅降至 2016 年 2 月末的 1933 亿美元，下跌幅度达 31.9%。国债投资的比重上升和股票投资比例的下降，说明中国外汇储备资产的投资行为趋于保守。

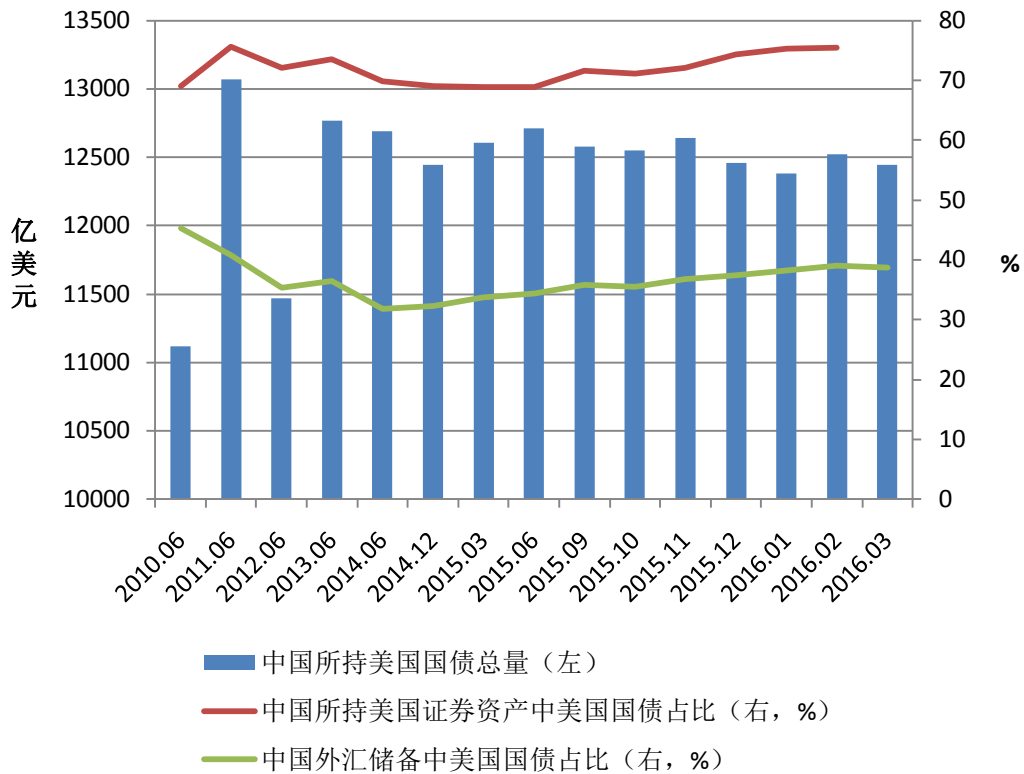


图 1 中国持有美国国债总量及其占比情况

资料来源：美国财政部网站，IIS。

中国持有的美国证券资产存在着较大的利率风险。如图 2 所示，中国持有的美国债券几乎全部是长期债券，且这些长期债券绝大部分是长期美国国债。自 2011 年 6 月以来，长期美国国债在中国所持美国债券总量中的比重一直稳定的高于 80%。这说明，中国所持有的美国证券资产存在着较大的利率风险隐患，随着美国市场利率的逐步上升，中国所持有的巨量美国长期国债面临着较大的减值风险。

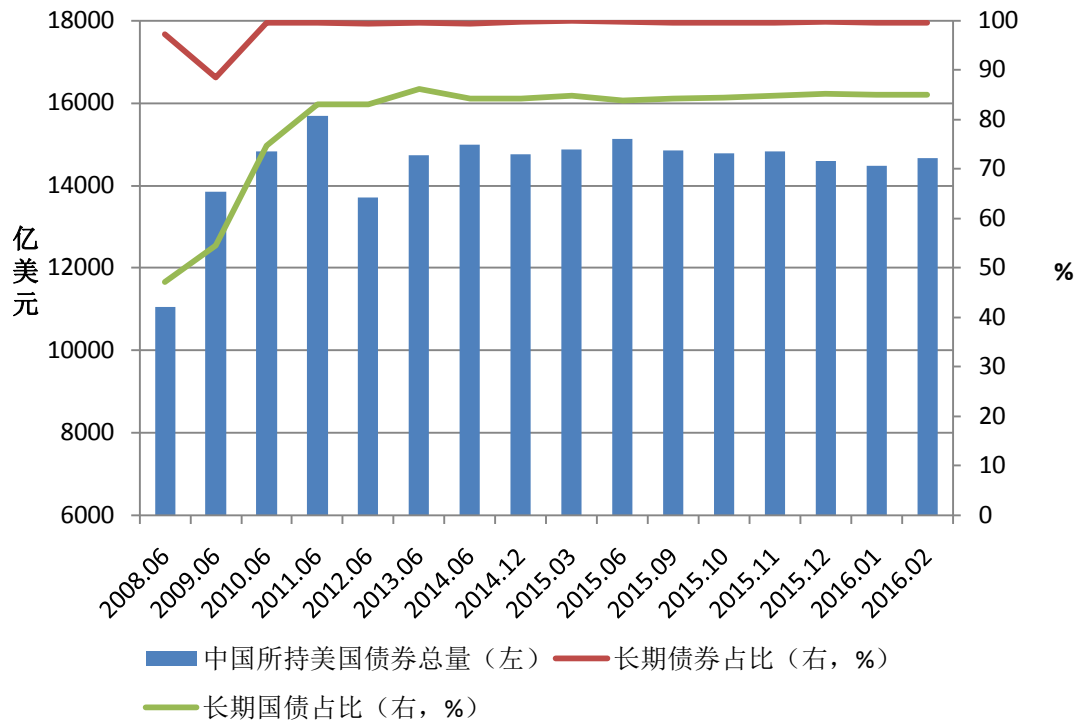


图 2 中国所持美国债券总量及长期债券和长期国债占比

资料来源：美国财政部网站，IIS。

二、中国外汇储备规模的变动与成因

(一) 外汇储备总量继续下降，但降幅逐渐收窄

2016 年第 1 季度，中国外汇储备总量延续 2015 年底的下降趋势，但降幅有所收窄。如图 3 所示，2015 年 11 月到 2016 年 2 月期间，中国外汇储备总量连续四个月大幅下降，月下降量依次达 872 亿美元、1079 亿美元、995 亿美元、286 亿美元。2015 年 11 月至 2016 年 2 月，中国外汇储备总量累计减少 3232 亿美元，降至 32023 亿美元的历史低位。2016 年 3 月、4 月，中国外汇储备出现小幅回升，分别增加 103 亿美元和 71 亿美元，外汇储备规模也相应回升至 4 月末的 32197 亿美元。

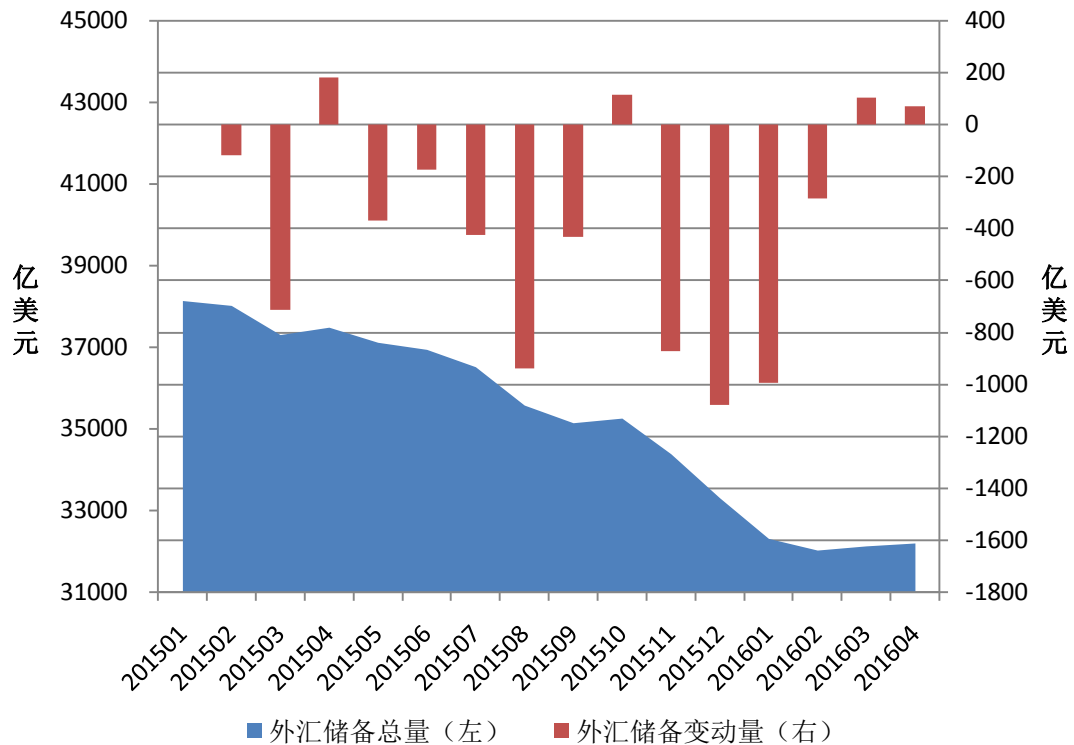


图3 中国外汇储备及变动量

资料来源：中国国家外汇管理局网站。

（二）近期外汇储备下降的成因

1. 美元升值带来的“估值效应”

美元兑其他主要货币（欧元、英镑等）升值所带来的“估值效应”是中国外汇储备近期出现较明显下降的重要原因。如图4所示，2015年底至2016年初，美元指数一直处于高位盘整状态，美元兑英镑汇率上升明显，美元兑欧元汇率略有上升，表明美元在这一阶段的表现较为强势。这使得中国外汇储备中的非美元资产的美元价值相对下降，进而导致以美元价值表示的中国外汇储备资产出现下降。

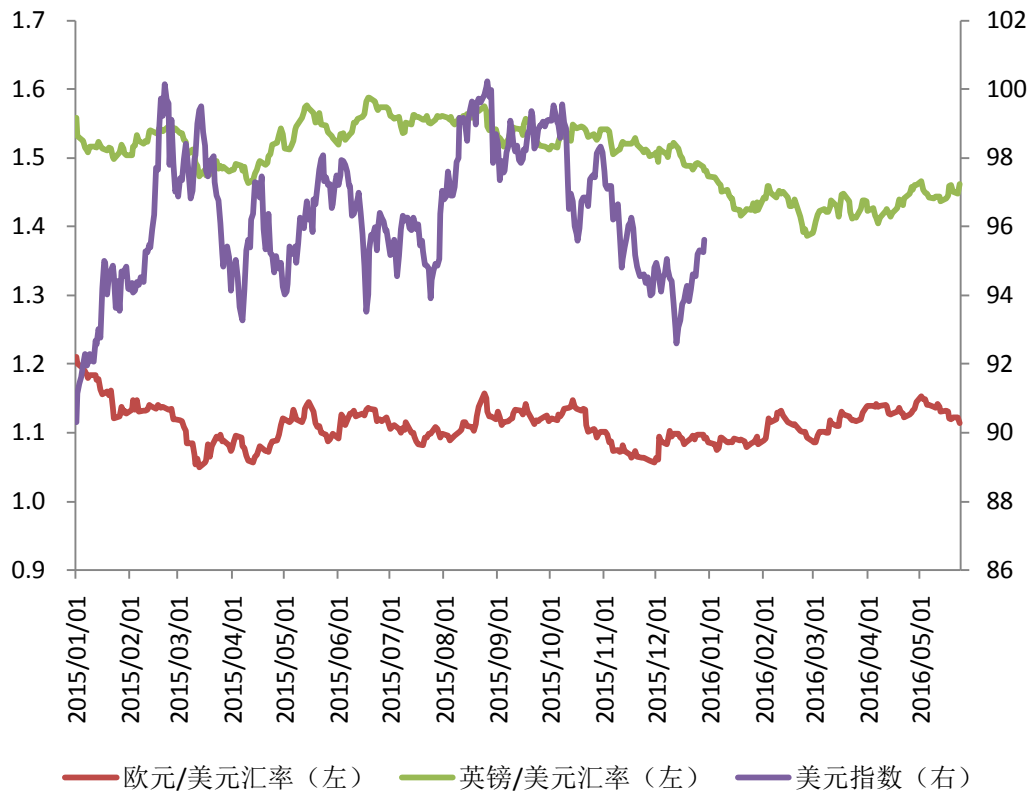


图 4 美元兑世界主要货币汇率与美元指数走势

资料来源：Wind 数据库。

2. 经济下行引发悲观预期，部分资金流出中国

2008 年金融危机爆发以来，伴随世界经济的深度调整，中国经济也告别以往高速增长的“黄金年代”，逐渐步入中高速增长“新常态”。从图 5 可明显看出，自 2015 年 3 月以来，财新中国 PMI 指数一直处在荣枯线下方，在 2015 年 9 月一度降至接近 47 的历史最低水平，显示出中国经济较为疲软，动能不足。中国 PMI 指数主要衡量大中型企业的生产和销售状况。由图 5 可知，中国 PMI 指数相比财新中国 PMI 指数较为乐观，但大部分时期仍处在荣枯线以下，进一步表明中国经济的动能不足。原因主要在于：一方面，传统产业受经济周期以及产能过剩影响增长乏力，正处在深度调整状态；另一方面，新经济还比较弱小，尚不足以起到拉动整体经济的作用。受此影响，部分投资者对中国经济发展前景持悲观态度，导致一些资金流出中国，进而致使中国外汇储备规模下降。

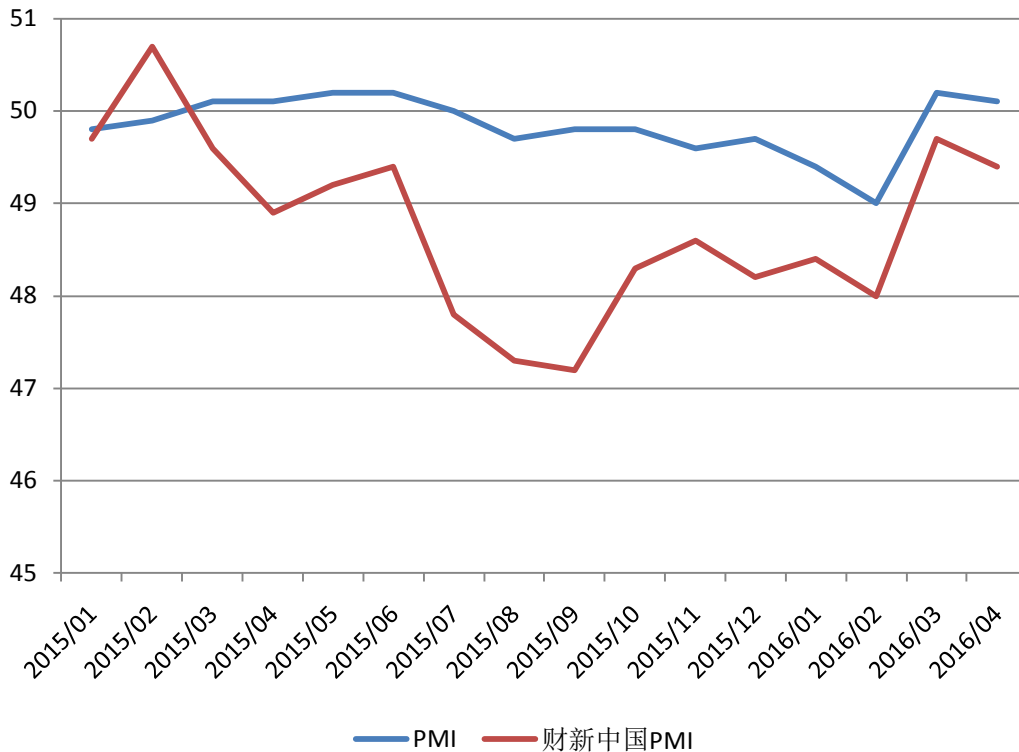


图 5 2015 年 1 月至 2016 年 4 月中国 PMI 指数、财新 PMI 指数

资料来源：Wind 数据库。

注：中国 PMI 指数样本主要为大中型企业，财新 PMI 指数样本主要为中小型企业；50 为荣枯线，若 PMI 指数高于 50，表明经济处于扩张状态，若低于 50，则认为经济处于萎缩状态。

3. 贸易盈余大幅下降，难以弥补资本项目逆差的缺口

同时，受外部经济环境低迷影响，中国对外贸易持续走弱。图 6 显示了 2015 年 1 月至 2016 年 4 月中国对外出口、进口与贸易差额情况。如图 6 所示，2016 年以来，中国对外出口额和进口额大幅下降，出口额的下降幅度明显大于进口额的下降幅度，导致中国贸易顺差额出现明显下降。在短期资本流出量较大的情况下，不断下降的贸易顺差显然不足以弥补资本项目逆差的缺口，从而导致中国外汇储备规模缩水。

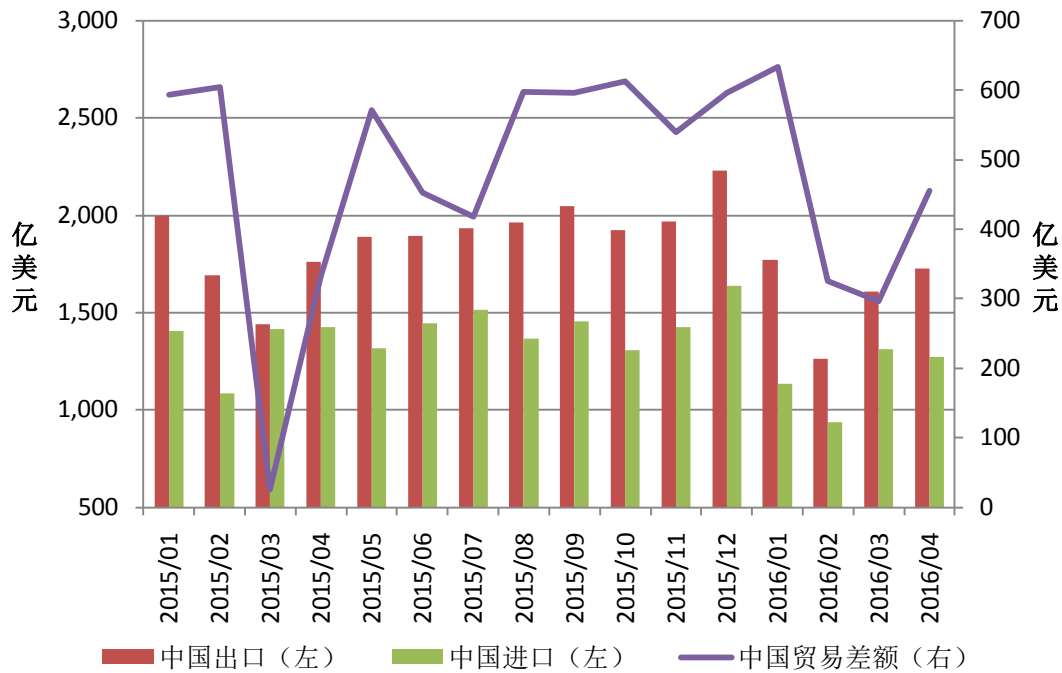


图 6 2015 年 1 月至 2016 年 4 月中国对外贸易趋势

资料来源：Wind 数据库。

三、外汇储备扮演平准基金的功能, 稳定国内股票市场

中央银行持有外汇储备的主要功能是，干预外汇市场，维持本币汇率稳定，防御国际收支危机，但一般不具有干预国内资本市场的功能。在西方发达国家，稳定金融市场的职责，通常由财政部和央行的负责货币政策和金融稳定职能的部门（非储备资产管理部门）来履行。在 2015 年下半年的中国股票市场大幅下跌的过程中，为平抑市场的恐慌情绪，外汇储备资金购买了 451.6 亿元（约 69.5 亿美元）的 A 股股票，部分扮演了股市平准基金的作用。

2015 年以来，中国 A 股市场上演了一波“过山车”行情，尤其是 2015 年下半年以来，上证综指和深证成指不断下挫（见图 7），成交量持续走低（见图 8），国内股票市场面临流动性枯竭的窘境，直接影响到国内资本市场乃至宏观经济稳定。在此背景下，国家外管局通过旗下投资平台使用部分外汇储备资金买入 A 股权重股股票，以稳定国内股票市场。



图 7 2015 年以来中国上证综指与深证成指走势

资料来源: Wind 数据库。

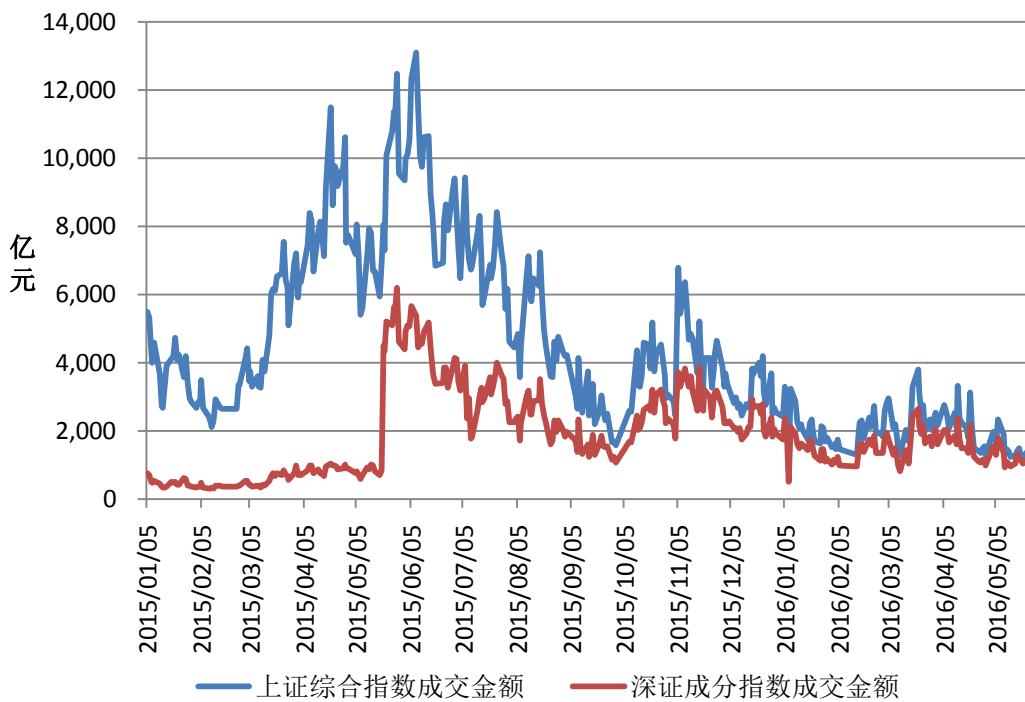


图 8 2015 年以来中国上证综指与深证成指成交金额走势

资料来源: Wind 数据库。

根据 A 股上市公司年报的统计，外管局下属的梧桐树投资平台有限责任公司、北京凤山投资有限责任公司、北京坤藤投资有限责任公司三家外汇资产投资平台公司已经成为国内 A 股市场十多家上市公司流通股股东。表 2 至表 4 分别列示了 A 股上市公司 2015 年年报披露的梧桐树、北京凤山和北京坤藤三家外汇资产投资平台公司持有上市公司股票情况。由表 2 可知，梧桐树投资平台有限责任公司已经成为 7 家上市公司流通股股东，梧桐树持股比例较高的是兴业银行和浦发银行，持股比例分别达到 4.15%和 3.32%，所持流通股市值分别达到 114.62 亿元和 113.15 亿元，持股比例最低的是光大证券，持股比例为 0.24%，持股市值仅为 1.88 亿元。梧桐树投资平台公司已进入浦发银行、工商银行、交通银行、中国银行、光大证券的前十大流通股股东行列，其持有上述公司流通股市值分别达到 113.15 亿元、61.74 亿元、51.06 亿元、42.26 亿元、1.88 亿元，所持 7 家 A 股上市公司流通股市值总计达到 416.05 亿元。

表 2 梧桐树投资平台有限责任公司持有上市公司股票统计

序号	简称	持有数量(股)	持股市值(亿元)	占流通 A 股比例(%)
1	光大证券	8,263,645	1.88	0.24
2	交通银行	794,557,920	51.06	2.02
3	中国银行	1,060,059,360	42.26	0.50
4	工商银行	1,420,781,042	61.74	0.53
5	农业银行	980,723,700	31.34	0.33
6	浦发银行	619,672,265	113.15	3.32
7	兴业银行	671,012,396	114.62	4.15
合计			416.05	

资料来源：Wind 数据库。

注：根据 2015 年上市公司年报统计汇总。持股市值根据 2015 年底流通股市值计算得出，下表同。

外管局旗下北京凤山投资有限责任公司持有 A 股上市公司股票种类较多，共持有 11 家上市公司流通股股票，包括光大证券、中国联通、中信重工、上港集团、南京高科、广深铁路、洪都航空、同方股份、中航动力、广汇能源、九州通，其所持流通股占总流通股比例均在 1%以下。北京凤山公司位列中国联通、上港集团、光大证券、广深铁路、南京高科、洪都航空和中信重工前十大流通股股东，分别持有上述公司股票市值 6.68 亿元、2.65 亿元、2.35 亿元、1.13 亿元、0.91 亿元、0.70 亿元、0.56 亿元，其所持 11 家上市公司总市值为 24.11 亿

元（详见表 3）。

表 3 北京凤山投资有限责任公司持有上市公司股票统计

序号	简称	持有数量（股）	持股市值（亿元）	占流通 A 股比例（%）
1	光大证券	10,170,640	2.35	0.30
2	中国联通	107,287,440	6.68	0.51
3	中信重工	8,111,283	0.56	0.20
4	上港集团	40,582,839	2.65	0.18
5	南京高科	4,826,400	0.91	0.62
6	广深铁路	22,481,281	1.13	0.40
7	洪都航空	3,026,940	0.70	0.42
8	同方股份	7,124,080	1.27	0.34
9	中航动力	7,828,311	3.50	0.57
10	广汇能源	28,707,760	1.92	0.55
11	九州通	12,496,164	2.44	0.87
合计			24.11	

资料来源：Wind 数据库，根据 2015 年上市公司年报统计汇总。

外管局所属北京坤藤投资有限责任公司持有的 A 股上市公司股票种类相对较少，共持有 4 家上市公司流通股，分别为光大证券、中国联通、华发股份、广汇能源，持股比例为 0.28%、0.47%、0.94%、0.52%，持股市值 2.2 亿元、6.16 亿元、1.25 亿元、1.81 亿元，其所持 4 家上市公司流通股市值总计为 11.42 亿元（详见表 4）。

表 4 北京坤藤投资有限责任公司持有上市公司股票统计

序号	简称	持有数量（股）	持股市值（亿元）	占流通 A 股比例（%）
1	光大证券	9,534,975	2.20	0.28
2	中国联通	100,581,975	6.16	0.47
3	华发股份	7,686,420	1.25	0.94
4	广汇能源	26,913,525	1.81	0.52
合计			11.42	

资料来源：Wind 数据库，根据 2015 年上市公司年报统计汇总。

梧桐树、北京凤山和北京坤藤三家投资平台公司的资产配置风格差别较为明显。梧桐树投资平台有限责任公司主要买入的是金融行业上市蓝筹股，均为大型银行和非银行金融机构发行的股票，市盈率均在 10 倍以内，表明其投资风格较为稳健。北京凤山投资有限责任公司所投资的 A 股上市公司涵盖金融、通信、交通运输以及国防军工等多个板块，行业分布多样化，所持股票市盈率的

差异很大，低者仅为 9 倍，高者达 382 倍。显然，相较于梧桐树公司以金融大蓝筹为主的稳健投资风格，北京凤山更为强调多元化的行业和企业投资，倾向于追逐较高的投资收益和承担较多的投资风险。北京坤藤公司的上市公司数目相对较少，行业分布较分散，既投资大盘权重股，又持有中小盘股。

在国内股票市场剧烈动荡的情况下，外汇储备资金发挥股市平准基金的功能，投资 A 股市场，稳定投资者的情绪。这显然是中国外汇储备资产运用的一个重要创新。但是，外汇储备投资 A 股，面临着一个技术性的问题，即币种的转换问题。外汇储备是外币资产，投资国内股市需要将外币转换为人民币，这就容易产生二次结汇的问题。由于缺乏足够的信息，我们对外管局投资 A 股市场的具体操作过程无从知晓。也有市场猜测认为，梧桐树等外管局平台公司投资 A 股，不是直接在二级市场上增持，而是来自证金公司的股份划拨。尽管如此，外汇储备资产投资的一个明确方向，是投资于境外资产，或者外汇储备注资的公司应将其获得的外汇资金，投资于境外市场。这样才能从根本上避免二次结汇问题，切断外汇储备投资方式对于国内货币供给和资本市场的影响。

因此，投资 A 股市场，是外汇储备资产救助国内股票市场的一种应急性、临时性举措，不应成为一个大的投资方向，未来在国内股票市场稳定时，可考虑选择退出。

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

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。