

赵奇锋

zhaqifeng1992@163.com

## 2014 年第 4 季度中国对外投资报告之间接投资部分\*

### 摘要

2014 年 7 至 10 月末，我国对外间接投资呈现如下特点：美元金融资产总额基本保持平稳，上涨势头趋缓；分类型来看，美元存款和美国股票均略有增加，美元债券存量则有所下降，但债券资产在整个美元资产池中独大的现象未发生根本性转变；美元债券长短期期限错配问题依然比较严重，美元债券存量中几乎全部是长期债券，短期债券微乎其微，此外，美元资产中股债比失衡状况未得到根本性改善，我国美元资产中大部分是收益率极低的长期美国国债，股票等高收益类证券占比偏小，导致我国美元金融资产整体收益率长期偏低。我们建议：（1）适当增持美元资产，但要调整优化美元资产结构，在风险可控的条件下适当增持美国股票等高收益类证券，改善整体资产收益状况；（2）改善我国美元债券资产长短期期限错配问题，适当增持部分短期债券以增加整体资产流动性，在不明显影响存量债券市场价值的前提下渐次有序减持部分长期美国国债，避免美元资产自身受到较大的减值损失；（3）把握当

\*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。执笔人为赵奇锋。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。

前石油等大宗商品正处于历史地位的有利时机，利用部分外汇储备购买一些对国民经济发展具有战略价值的大宗商品；（4）加快推进外汇制度改革，实现藏汇于民，从根本上扭转我国外汇储备增长过快趋势。

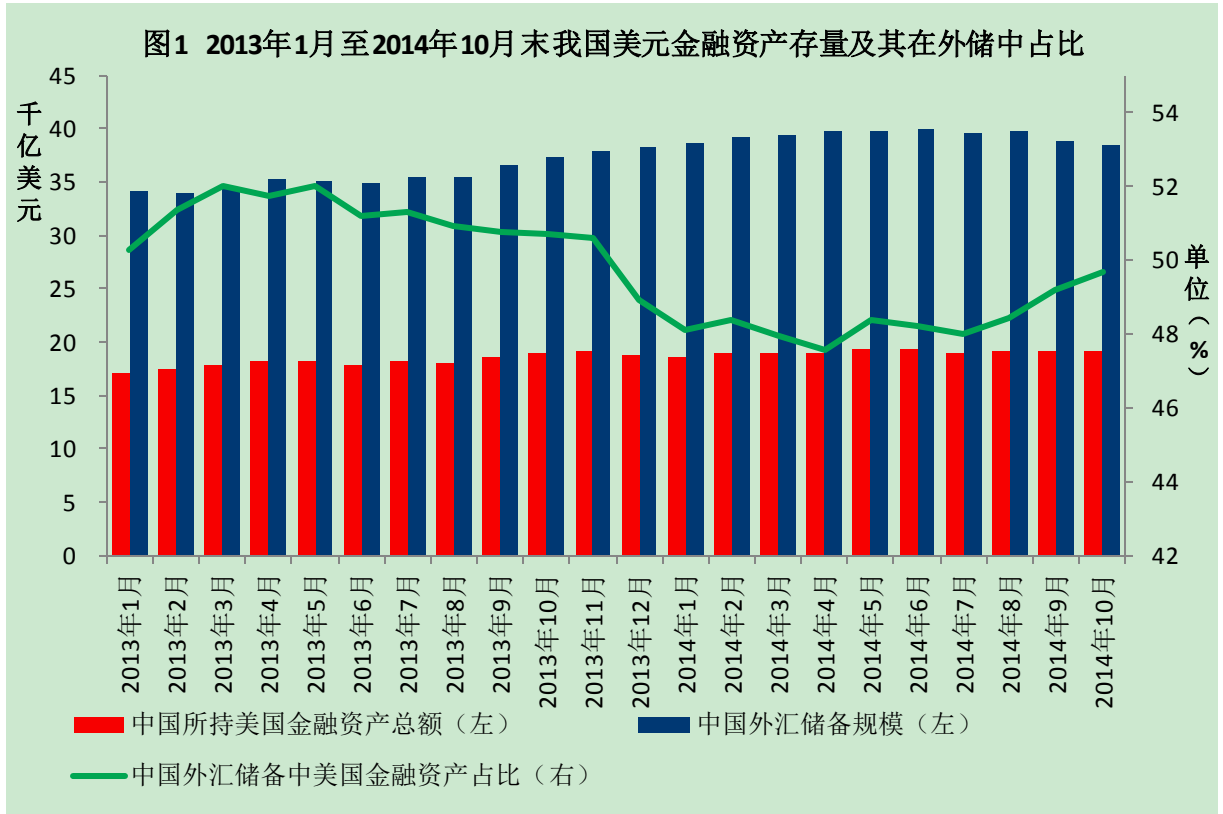
## 一、中国美元金融资产状况

2014年7至10月，我国美元金融资产整体保持平稳状态，部分资产存量略有调整。截至2014年10月末，中国持有的美元资产存量总额达到19145亿美元，连续三个月处于19100亿美元上方。美元存款自8月份以来连续三个月超过千亿美元，10月末达到1113亿美元的历史最高水平。2014年7-10月期间，我国所持美国股票资产在3200亿美元上下小幅波动，10月底增加至3243亿美元。在这一时期，我国持有的美元债券资产存量有所下降。其中，2014年7至9月，我国美元债券资产存量保持在略高于14900亿美元的水平，10月末降至14789亿美元（见附表）。

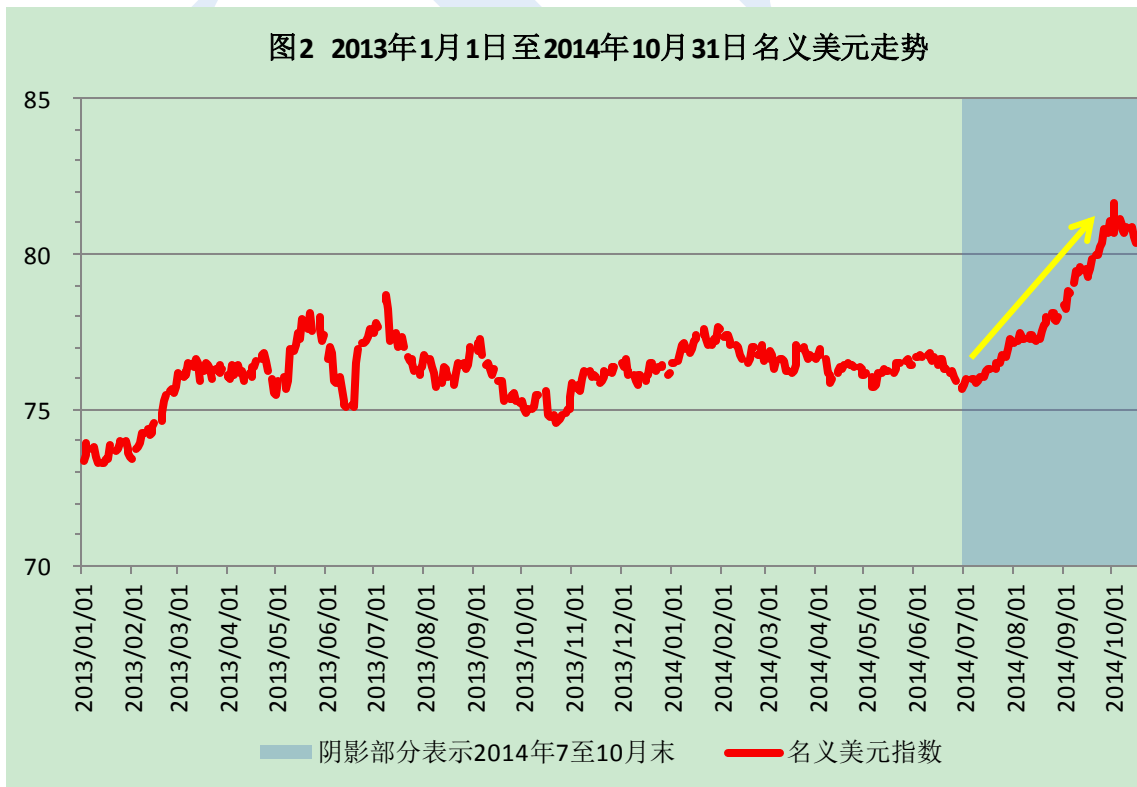
### （一）美元资产总量保持平稳，在外储中占比明显回升

图1所示为2013年1月至2014年10月末我国所持美元金融资产状况。由图可知，截至2014年10月底，我国所持有的美元金融资产存量合计达到19145亿美元，较上月末微增35亿美元。2014年7-10月，我国持有美国金融资产存量总额在19029到19218之间轻微波动，基本保持平稳状态。

但是，我国外汇储备中美元金融资产占比却出现了较明显的上升势头。具体来看，我国外汇储备中美元金融资产占比自2014年7月份达到47.98%的历史低位以来连续四个月上升，10月末已回升至49.69%。我国外汇储备中美元资产占比出现明显回升有三方面的原因：（1）近期美元汇率走势较强，从图2可以明显看出，2014年7至10月，美元兑世界主要货币（主要包括欧元、日元、英镑等）汇率处于明显上升通道（图中黄色箭头所示），升值幅度较为明显，导致美元这一世界性货币的强势避险功能更为突出，在此期间，中国持有的美元存款有明显增加的趋势；（2）由于近期美元升值剧烈，其它世界主要货币（欧元、日元、英镑等）相对美元贬值，致使我国外汇资产中非美元资产相对美元资产贬值，造成我国外汇储备中美元资产占比出现回升；（3）近期我国外汇储备规模有所下降，外储规模自2014年6月末达到39932亿美元的历史高位后开始稳步下降，截至2014年10月末，我国外储规模已降至38529亿美元，较6月份的峰值下降约1400亿美元，外汇储备规模下降是导致我国外储中美元金融资产占比出现回升的一个重要原因。



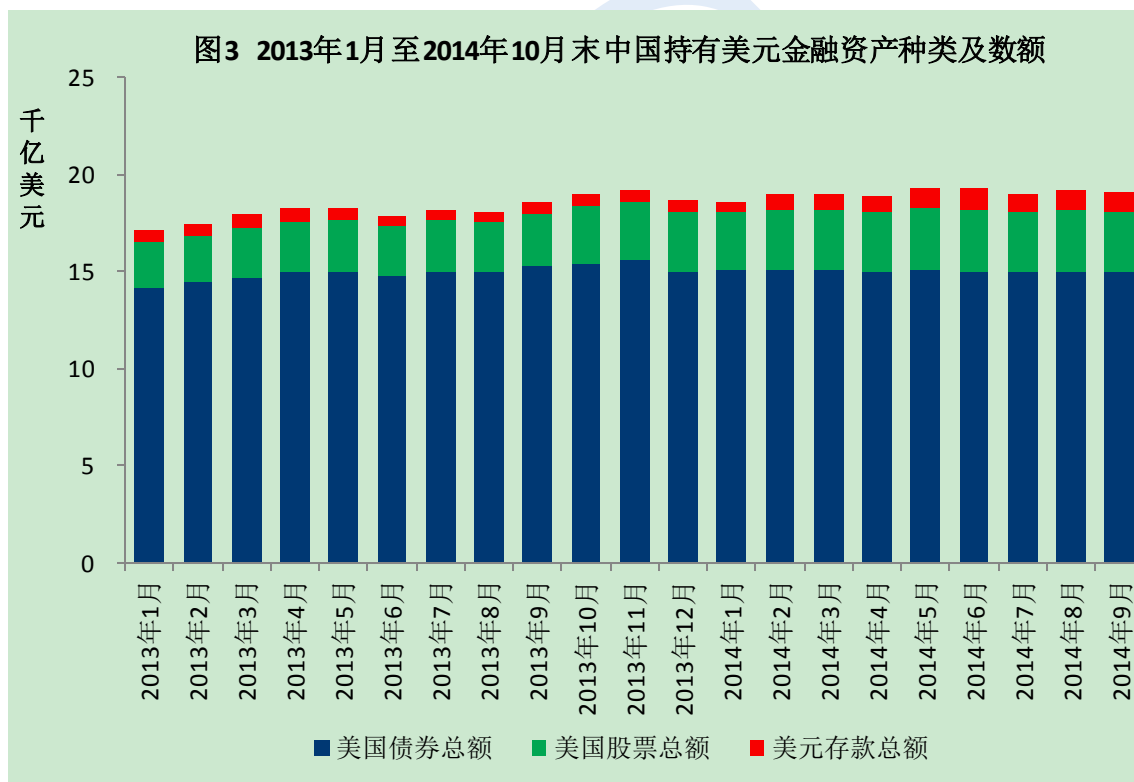
资料来源：国家外汇管理局，美国财政部网站



资料来源：Wind 数据库

## （二）美元存款和股票略微增加，美元债券有所下降

图3显示了2013年1月至2014年10月期间我国持有不同种类美元金融资产存量变化情况（主要是美元存款、美元债券和美国股票）。如图3所示，截至2014年10月底，我国持有美元存款总额为1113亿美元，较上月末增加92亿美元，环比增幅约为9%，自2014年8月份以来连续三个月超过1000亿美元；持有美国股票总额为3243亿美元，自2014年7月份以来，我国持有的美国股票总额在3200亿美元上下小幅波动，10月末略高于3200亿美元，增至3243亿美元。2014年7-10月，我国持有的美元债券存量缓慢下降。截至2014年10月底，美元债券存量已降至14789亿美元，较上月下降134亿美元，环比降幅约为0.9个百分点。



资料来源：美国财政部网站

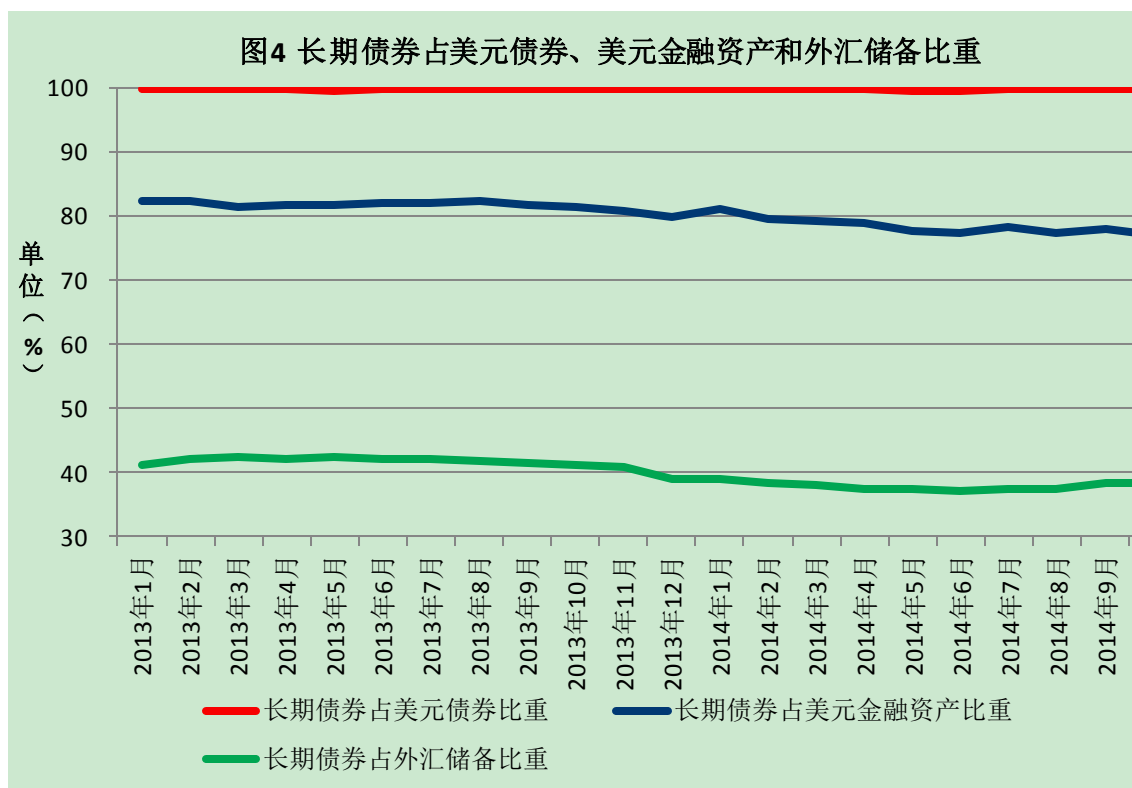
## 二、我国持有美国金融资产存在的风险和问题

我国美元金融资产存在一些不容忽视的风险和问题，主要包括以下两个方面：

### （一）长期债券比重过大，债券长短期限错配

图4显示了2013年1月至2014年10月我国所持有的美元长期债券占美元债券总额、美元金融资产总额和外汇储备总额的比重状况。从图3能明显看出，我国所持有的美元债券几乎全是长期债券。2014年10月底，长期债券占到我国美元债券存量的99.85%，短期债券

占比微乎其微。此外，长期债券在我国整个境外美元资产池中的占比也明显偏高，占到我国美元金融资产总额的近八成，占我国外汇储备总额比重也有近四成。显然，我国美元资产存在严重的长短期错配问题。



资料来源：国家外汇管理局，美国财政部网站

我国美元资产的长短期错配问题会带来两方面不利影响：一是长期债券占比过大降低了整体资产的流动性，有可能存在流动性不足的风险；二是长期债券易受到美国通货膨胀及美元贬值的不利影响。

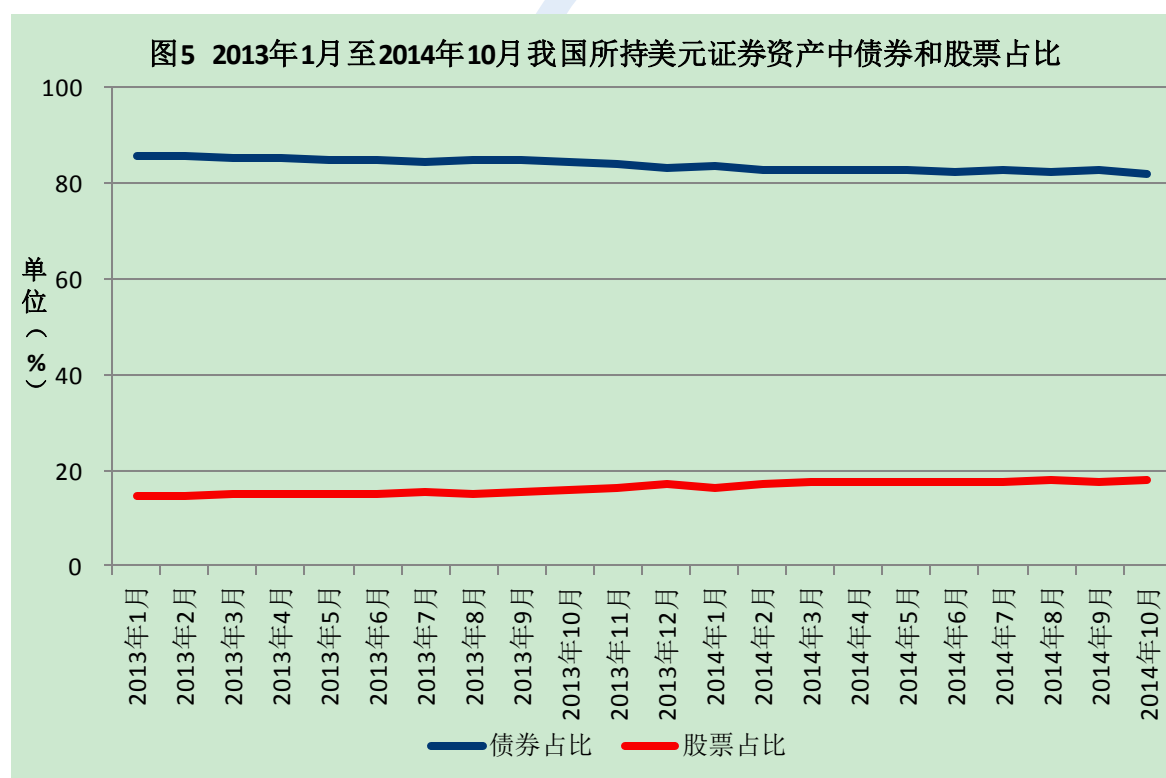
## （二）高收益类证券占比偏小，整体资产收益率偏低

图5显示了2013年1月至2014年10月末我国所持美元证券资产中债券和股票占比情况。如图4所示，2014年10月末，我国美元证券资产中债券占比为82.01%，股票占比为17.99%。短期来看，我国美元证券资产中股债比基本保持不变，长期来看，债券类资产略有下降，风险类资产（如股票）略有上升。但是，我国美元证券资产中债券类资产比重过高状况依然没有得到根本性扭转，说明我国境外金融资产配置策略仍偏于保守，缺乏必要的灵活性。

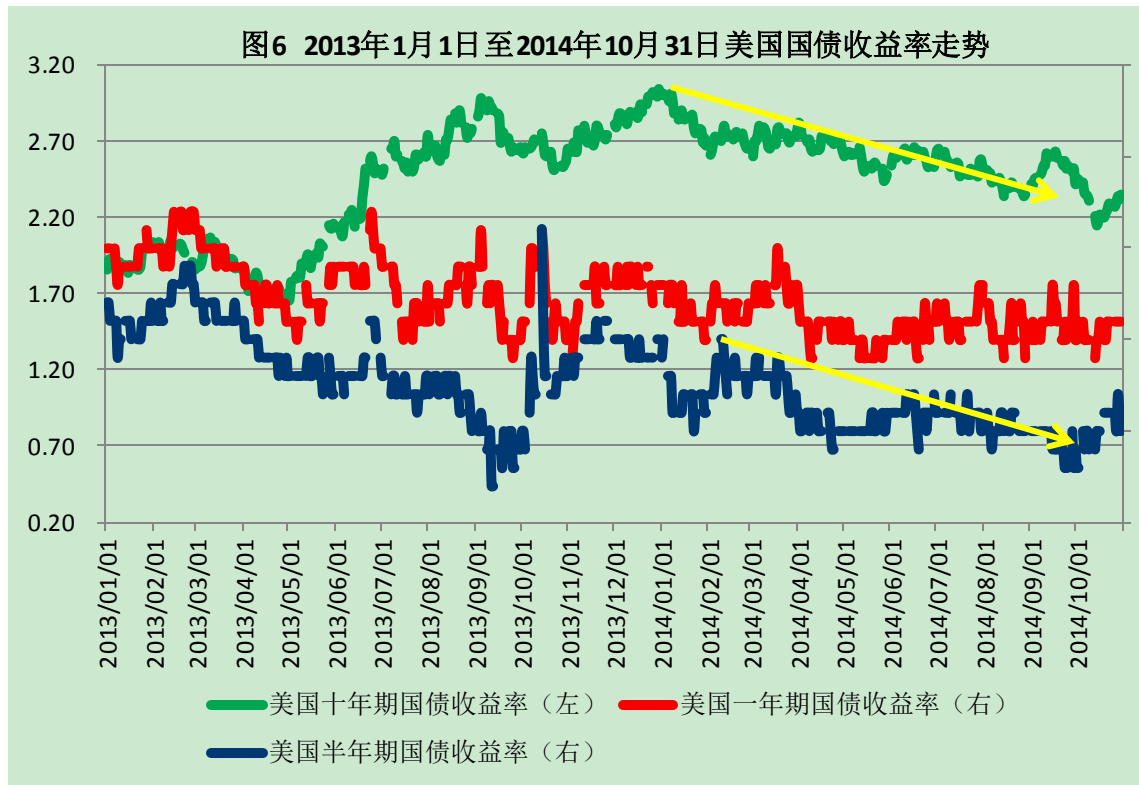
债券类资产（尤其是长期美国国债）占比过高的一个直接影响就是我国美元金融资产整体收益率严重偏低。图6显示了2013年1月1日至2014年10月31日6月期美国国债（代

表短期国债)、1年期美国国债(代表中期国债)、10年期美国国债(代表长期国债)收益率状况。从图5可明显看出,2014年以来,长期美国国债收益率明显处于下行通道,10月份已降至2.2个百分点附近,收益率已经处于非常低的水平,中短期国债收益率同样明显处于低位。由于我国近八成美元金融资产是以长期美国国债的形式持有,由此可以推断,我国美元金融资产的整体收益率状况处于比较低的水平。

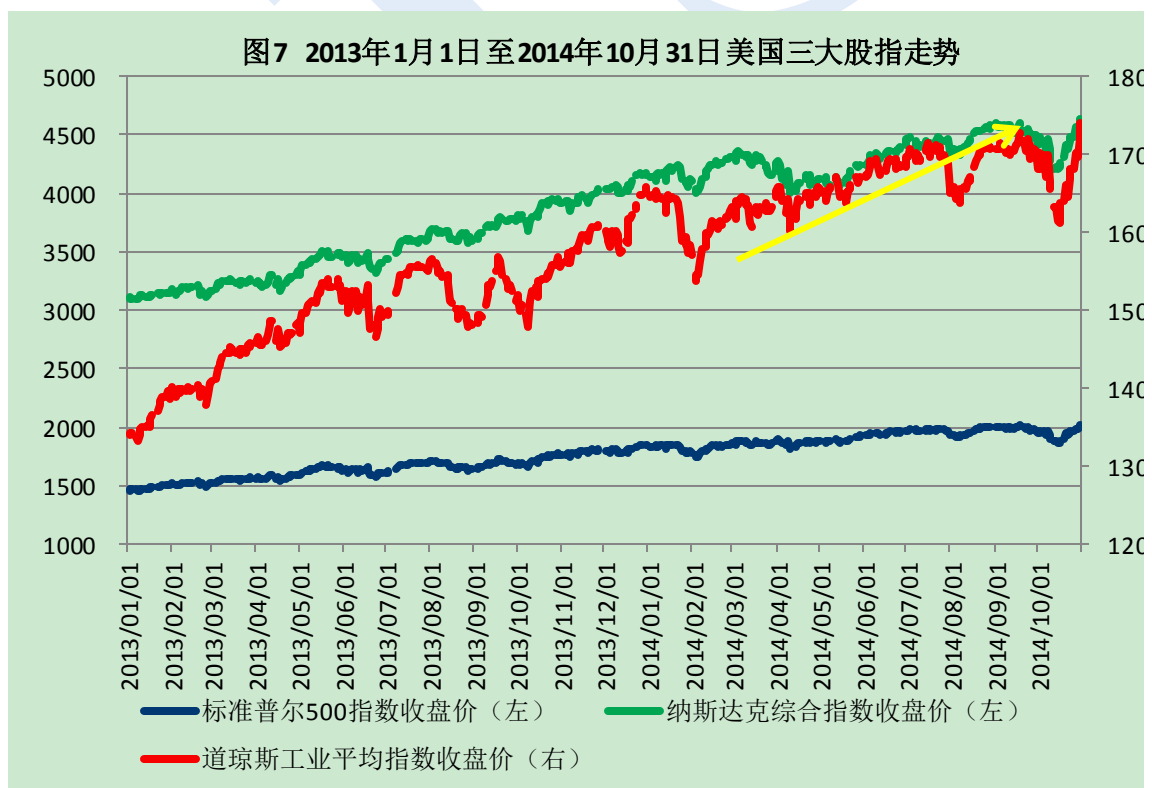
但与此同时,美国高收益类证券市场表现令人印象深刻。图7显示了2013年1月1日至2014年10月31日美国道琼斯工业平均指数收盘价、纳斯达克综合指数收盘价和标准普尔500指数收盘价走势情况。从图6可看出,自2013年以来,美国三大股指上涨动力强劲。美国高收益类证券的良好表现,反映出我国美元金融资产的机会成本非常高。这部分收益损失同时也体现为我国国民财富的净损失。



资料来源:美国财政部网站



资料来源: Wind 数据库



资料来源: Wind 资讯



### 三、关于改善我国对外间接投资状况的政策建议

针对当前我国境外金融资产存在的资产配置不合理、整体收益率偏低等问题，我们提出以下政策建议：

(1) 适当增持美元资产，但要调整优化美元资产结构。具体来看，当前及未来相当长一段时间内，美元资产都具有比较高的投资价值，原因有如下几点：①美国经济复苏势头较为强劲，消费市场、就业市场和企业盈利状况均比较显眼，诸多证据表明美国经济将延续当前的复苏态势，预期美国风险资产（高收益类证券）未来将会有比较好的表现；②欧洲、日本经济前景难言乐观，当前欧洲正面临人口结构老龄化、失业率严重、主权债务违约风险、地缘政治风险以及极端恐怖主义威胁等重重困难，再加上欧洲央行所实行的量化宽松给欧洲经济带来的提振作用十分有限，欧洲经济衰退远没有看到尽头，复苏之路依然漫长。日本的情况也难言乐观，安倍政府推行的一系列经济刺激政策和结构性改革举措迟迟达不到预期效果，显示日本经济面临的结构性问题短期内无法得到根本性解决，其未来经济前景亦比较暗淡。

因此，美元资产相较欧洲和日本资产更有投资价值，应当考虑适当增持美元资产，同时，要调整和优化美元资产结构，具体来说，适当减持部分美元债券（尤其是长期美国国债），在风险可控的范围内增持部分股票等高收益类证券，改善我国美元资产整体收益状况。

(2) 改善我国美元债券长短期错配问题。长期以来，我国美元债券资产存在的一个突出问题就是长期债券（尤其是长期美国国债）比重过高。随着美国经济复苏进程加快及通货膨胀预期加强，美联储已步入加息通道，我国所持有的巨额长期美国国债面临较大的减值风险，因此，我们应当减持部分长期美国国债，由于我国持有的长期美国国债数额较大，贸然大幅减持势必会引起市场恐慌，不但会威胁存量债券市场价值，还会带来不必要的政治和外交麻烦，一个可行的做法是在不过分影响存量债券价值的前提下渐次有序减持长期美国国债，避免中国持有的美元资产自身受到较大的减值损失。

(3) 利用过剩外汇储备适当增加石油等战略资产储备。2014年下半年以来，国际市场原油价格“跌跌不休”，近期已跌至50美元低位，预计国际油价这一波下跌行情持续时间不会很长，我们要抓住这一波油价下跌的有利时机，利用过剩的外汇储备增加非再生类战略资源储备，如石油、矿石资源、稀有金属等，满足国民经济建设对战略性物资的长远需求。

(4) 要从根本上解决我国外汇储备过剩的问题，还是要加快向“藏汇于民”转变，不断改革外汇管理制度，逐步放开对国内企业和居民持有外汇资产的限制，避免因外汇资产过度集中于央行外汇储备造成外汇风险过度集中。另外，要进一步放松资本管制，增强人民币



汇率弹性，弱化人民币汇率单边升值预期，避免资本单向流入造成外汇储备增长过快。鼓励企业开展对外直接投资和证券资产投资，国家外汇储备可通过发放委托贷款方式，加大对开展境外直接投资的国内企业，特别是民营企业的资金支持力度。同时，中国可考虑在养老、能源领域设立主权财富基金，在全球范围内开展另类投资，以提高外汇储备的投资回报。

日期（月末）	存款	证券							
		证券总额	股票	长期债券			短期债券		
				国债	机构债	公司债	国债	其它债券 （不包括 CDs）	可转让大额定 期存单（CDs）
2013年1月	591	16548	2399	12084	1771	235	58	0.39	0.42
2013年2月	579	16849	2448	12468	1645	236	51	0.63	0.41
2013年3月	706	17200	2564	12651	1692	239	52	0.62	0.54
2013年4月	710	17582	2607	12860	1820	246	47	1.41	0.45
2013年5月	642	17627	2647	12900	1763	241	74	1.25	0.43
2013年6月	561	17335	2606	12712	1732	236	46	1.91	0.41
2013年7月	512	17680	2727	12747	1918	238	46	3.54	0.45
2013年8月	528	17565	2645	12660	1999	237	21	3.23	0.35
2013年9月	612	17974	2745	12915	2051	237	22	2.51	0.36
2013年10月	634	18314	2894	13023	2127	243	22	3.51	0.34
2013年11月	645	18521	2985	13123	2122	243	44	3.60	0.32
2013年12月	659	18039	3051	12642	2041	243	59	2.70	0.39
2014年1月	561	18036	2957	12722	2078	244	34	1.18	0.53
2014年2月	730	18202	3113	12709	2111	245	20	3.73	0.38
2014年3月	748	18186	3150	12701	2065	244	19	5.80	0.38
2014年4月	837	18090	3152	12606	2062	235	26	7.35	0.46
2014年5月	1046	18232	3191	12632	2089	235	76	8.71	0.35

2014年6月	1099	18148	3184	12604	2034	238	80	7.47	0.39
2014年7月	980	18049	3129	12626	2035	231	23	4.92	0.39
2014年8月	1066	18152	3242	12676	1977	229	21	6.03	0.32
2014年9月	1021	18089	3167	12648	2029	225	15	5.39	0.38
2014年10月	1113	18032	3243	12513	2028	226	14	6.46	1.42

**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。