

贸易战阴影下中国外汇储备的安全风险与防范对策

近来，中美贸易战明显升级，美国政府的贸易保护主义措施已从征收惩罚性关税向制裁中国高新技术领军企业的方向发展，如对中兴实施贸易禁运、调查华为和联想的商业间谍行为等。而且，令人忧虑的是，双方贸易战火将很可能从贸易领域向投资、金融领域延烧蔓延。在当前中美双方僵持不下的敏感时期，包括外汇储备在内的中国资本在美国面临的政策不确定风险显著上升，甚至无法完全排除中国持有的美国国债被美国政府冻结的可能性。鉴于中国在科技、金融领域的弱势地位，中国政府应从长计议，克制反应的力度，控制贸易战的规模和领域，尽量为中国崛起创造一个较长的稳定、宽松的国际环境。在短期内，中国外汇储备管理部门内应注重投资行为的合规、低调，不宜大幅减持美国国债，避免成为国际市场关注的目标。在中期内，中国应重新评估美国市场的投资收益和风险，并根据国内经济的禀赋状况，坚决推动外汇储备资产多元化步伐，优化储备资产的币种构成和区域分布。

一、 中国持有美国证券资产的规模和结构

中国持有的美国证券资产种类主要包括国债、机构债、股票和公司债，具有信用等级高、期限长的特点。根据美国财政部公布的最新数字，2018年2月末，中国持有美国国债规模达11766亿美元，占中国外汇储备的比重为37.5%，其中长期国债11726亿美元，占

比高达 99.7%，而短期国债 40 亿美元，比例仅为 0.3%。2018 年 1 月，中国持有美国证券资产规模达 15802 亿美元，占外汇储备的比重达 50.0%，其中长期国债 11645 亿美元，占 73.7%，长期机构债券 1662 亿美元，占 10.5%，股票 2297 亿美元，占 14.5%，公司债券 161 亿美元，占 1.0%。显然，这一期限结构使中国外汇储备易遭受利率风险和通货膨胀风险的冲击。另外，中国可能通过欧洲的一些国际金融中心投资美国证券市场，如伦敦、卢森堡等，从而中国对美国的实际投资规模应略高于美国财政部的数据。

值得注意的是，2016 年 11 月至 2018 年 1 月期间，中国在一直在较为稳定的增持美元证券资产，美国证券和国债的持有量分别增加了分别增加 1398 亿美元、1188 亿美元，其占外汇储备的比例分别上升了 2.78、2.56 个百分点。目前，中国仍是美国国债最大的海外投资者，约占外国投资者持有美国国债量的 18.7%，约占美国政府公共债务存量的 9.68%。

二、中国外汇储备的安全风险

对于中国资本而言，中美贸易战升级导致美国投资环境显著恶化，面临的监管政策不确定性风险急剧上升。在当前形势下，不能排除中国外汇储备成为美国贸易报复目标的可能性。这值得中国政府高度警惕。同时，美联储加息和美国政府债务的攀升，导致中国外汇储备投资的美元资产的利率风险、通货膨胀风险和汇率风险均有所上升。

当前，中国外汇储备持有美国国债资产面临的最大风险是政治风险，即不能排除被美国政府冻结的可能性。美国财政部官员放风说，美国政府正在评估对中国投资启动《国际紧急状态经济权力法案》的可能性，目前已设立了专门的办公室。根据该法案，为应对不寻常和极其严重的威胁，美国总统有权宣布全国紧急状态，美国政府可阻止国际交易或扣押资产，甚至有权冻结中国持有的美国国债等金融资产。若美国政府对美国实施该法案，中国持有的巨额美国国债资产将陷入巨大的不确定风险之中。考虑到特朗普其人行事鲁莽、睚眦必报的风格，若中国对其票仓选民打击过重，不能排除其气急败坏，不顾国际准则，悍然冻结中国外汇储备资产的可能性。这一后果显然是中国所不堪承受的。中国必须竭力避免此事件发生的可能性。

美联储的加息和退出量宽、美国政府的减税和公共债务上涨、美国通货膨胀率的上升，对中国持有的美国长期国债资产的保值增值构成挑战，导致中国外汇储备的收入风险不匹配问题凸显。目前，中国外汇储备面临着三大潜在的资本损失风险：一是隐性信用违约风险。特朗普政府大幅减税势必导致美国公共债务快速上涨，虽然美国政府不会出现显

性债务行为，但其有强烈动机通过提高通货膨胀率来降低债务的实际价值。二是利率风险。美联储退出量宽和加息的政策，将导致美国国债收益率上升，债券市场价格下跌。三是通货膨胀风险。美国通货膨胀率已明显上升，美国政府扩张性财政政策，将继续助推物价上涨，这将导致美元资产的实际购买力下降。

三、防范中国外汇储备资产损失风险的对策建议

鉴于当前中美在科技和金融领域的巨大差距，贸易战升级对中国显著不利，中国应从长计议，抑制贸易战的规模和领域，为中国崛起创造一个稳定、宽松的国际环境。在当前敏感时期，中国对美投资行为应注重合规和低调，持有美国国债规模应基本稳定，不宜大规模抛售，以免授予美方把柄和口实。从中期角度看，中国应重新评估美国的投资风险，并根据中国经济禀赋状况，调整外汇储备管理的思路 and 方向，大幅减持美元资产，推进外汇储备资产种类和币种结构的多元化。

首先，中方应客观分析力量对比，做出适当让步，限制贸易战的规模和领域，力图避免贸易战的恶化与升级。此次贸易战，虽与特朗普的右翼民粹主义风格高度相关，但主因仍在于中国长期对美国存在高额贸易顺差。作为第二大经济体，中国不可能再继续依赖外需来推动经济增长，必须借此契机对出口导向型增长模式作全面调整。鉴于双方在科技、金融以及国际话语权的实力差距，中国应不与美国争一时之长短，对其挑衅的反应宜有所克制，开展双边贸易磋商，扩大市场开放，降低贸易顺差，以免贸易战火延烧至投资和金融领域，对外汇储备资产安全构成直接的负面冲击。为中国和平崛起创造一个稳定而宽松的国际环境，是中国外交的首要目标和中国的根本利益所在，其他目标要服从服务于这一目标。

其次，外汇储备不应作为中方对美贸易报复的手段和工具，当前对美国国债投资宜维持基本稳定，不作大幅减持。一些学者曾主张，中国应大举抛售美国国债来打压其价格，以此惩罚美国。这种观点是明显错误的。原因在于：一是美国国债市场是全球流动性最强、规模最大的债券市场，中国的大幅抛售仅会对美国国债价格产生小幅影响；二是美国国债属于避险资产，中国大举抛售引发的市场恐慌情绪虽会促使大量资金流向国债市场，很可能导致美国私人证券资产价格下跌，但美国国债价格上涨；三是若美联储进场接盘，将抵消中国抛售对美国金融市场的影响；四是即使抛售能成功打压美国国债价格，中国也会遭受较大的资产损失，且在短期内难以为这笔巨额资产寻找到合适的投资渠道；五是会给美国金融监管部门提供口实，美国政府可以威胁经济安全为由，对中国投资美国国债的

行为进行调查和制裁，从而危及中国投资的美元资产的安全。在当前美国投资风险显著上升的敏感时期，中国的投资行为应注意合规、低调，美国国债持有量宜继续维持稳定。中国可少量减持美国国债，但要注意减持的规模和节奏，避免成为国际市场关注的目标。

第三，从中期角度看，中国要全面评估美国市场的投资收益和风险，坚定加快外汇储备多元化步伐，优化外汇储备的币种和资产结构。此次中美贸易战的一个深刻教训是，中国对美国市场的依赖度过高，中国应重新调整外汇储备投资的思路 and 方向。中国应借鉴挪威、新加坡等国的主权财富基金的经验做法，外汇储备的管理目标不仅是维护本币的币值稳定，而且应分散本国的经济风险。例如，挪威主权财富基金之所以选择全球非油气行业为投资对象，一个主要目的是降低该国经济对油气行业的高度依赖。在资产品种选择上，中国外汇储备应加大对资源、能源和科技等竞争劣势行业的财务投资，以缓解大宗商品价格波动中国经济负面冲击，分享全球技术进步和革新的经济分利。在区域布局上，中国外汇储备应改变区域投资结构失衡的状况，大幅减少对美国投资，显著增加对欧洲的投资。在未来 5 年的时间内，美元资产在中国外汇储备中的比重宜由目前的 50% 降至 30% 左右。未来，随着中国对外投资的能力增强，中国外汇储备应显著加大对新兴经济体和发展中国家的投资力度。

最后，中国外汇储备规模很可能将趋于下降，要警惕对外贷款项目的偿还风险，外汇储备委托贷款规模宜维持稳定。不论中美贸易战的结局如何，中国对美贸易顺差将会大幅下降，中国的总体贸易顺差将会缩小，中国外汇储备规模将可能趋于下降。在当前“一带一路”建设过程中，中国外汇储备通过注资政策性银行、亚洲基础设施开发银行和丝路基金等金融机构，以及发放委托贷款等方式，提供了有力的金融支持。考虑到外汇储备来源将缩减、“一带一路”沿线国家风险较高等因素，中国对“一带一路”基建项目的信贷支持规模应维持大体稳定，不宜增长过快，以免对外汇储备的资产质量构成负面影响。

（作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

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、刘一璇与赵奇锋。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。