

我国持有美国国债的 必然性和风险分析

■ 姜莉莉

2010年3月,我国一改此前几个月连续大规模减持美国国债之举,再度增持177亿美元美国国债,引发了社会各界对此举的争议。笔者认为,在当前的国际政治、经济、金融体系下,我国购买美国国债仍是必然的选择,是政治经济的双重需要。一方面,我国是美国国债的第一大债权人 and 全球最大的外汇储备国,巨额外汇储备投资的选择余地较小;另一方面,我国经济增长对出口的依赖程度越来越高,降低了在外汇储备投资方面的主动性和灵活性。

1. 不购买美国国债将面临外汇储备存量的大幅缩水。美国是中国商品的最大进口国,中国是美国最大的债权国。美国可以维持中国的出口增长,中国可以维持美国超前消费。我国停止购买或者抛售美国国债,会导致美国国债收益率大增和价格暴跌,从而给中国带来巨大的账面损失。一旦我国减持美国国债,美国就会印刷更多的美元救市,于是美元贬值,将导致我国外汇储备缩水,我国就会进一步减持美国国债,如此下去便陷入了恶性循环。因此,通过购

买美国国债的方式来维护美国金融市场的稳定,有助于减少我国外汇储备在金融危机中的损失。

2. 美国国债的安全性相对较高。全球金融风暴导致美元的强势地位产生动摇,但与此同时,欧元、英镑和日元的表现却更弱,这些货币目前还都不能替代美元的国际地位。欧洲主权债务危机的深化使得欧元兑美元大幅贬值,因此,在当前国际金融形式复杂多变的情况下,在相当长的一段时间内,投资美国国债依然是目前最主要的选择。美国国债容量大、需求强劲、交易活跃、流动性强、收益较高,如果减持美元资产,来增持其他币种资产,也只能导致外汇储备市场价值出现较大账面损失。

3. 增持美国国债有利于提升我国的国际地位。增持美国国债不仅是经济增长的需要,同时也有政治方面的考虑。历史表明,全球经济危机或是金融危机之后,世界都会建立新的国际秩序。这次金融危机后,不论欧洲、中国还是日本,都没有一个经济体能取代美国的角色。我国增持美国国债,将从旁协助美国救

市,有利于中美两国之间建立良好的国际关系,提升我国的经济实力和国际地位。

尽管持有美国国债具有其必然性,但过度持有美国国债同样面临许多不确定风险。

1. 美国国债配比过高会降低抗风险能力。次贷危机全面爆发以来,美联储的资产负债表规模迅猛增长。由于美联储的资本金并没有变动,所以其资产负债表的扩张就意味着其在不断向市场注入流动性。一旦美国经济有所回升,投资者的风险偏好提高,流动性将加速转化为信贷与广义货币。这时美联储不能及时从货币市场抽回流动性,那么通胀将随之而来,美元将会贬值。对于我国政府持有的长期美国国债,真实回报有可能为负值,外汇储备中巨额的美元资产将大幅亏损。

2. 大量购买美国国债存在国内流动性过剩风险。近年来,美国一直依靠发行国债来弥补其巨大的资金缺口,金融危机的爆发使得美国的债务数额迅猛增加,已不具备偿还高额债务的能力,只能依靠发新债偿

旧债来无限期地拖延。巨额美国国债的存在对我国央行货币政策的顺利实施形成障碍,对于大量的美国国债,需要以美元的价值投放相应的人民币数量,但是大量美国国债造成外汇的沉淀,短期内美元贬值的趋势必然给国内货币政策造成干扰。一旦美元贬值,前期投放的人民币过剩,国内流动性过剩,从而进一步诱发通胀。另外,对应大量美国国债的人民币增发要求央行必须采取紧缩的货币政策以防止国内的流动性泛滥,但是提高利率会诱发国际投机资本对人民币的套利,使得央行紧缩措施收效并不明显。

3. 过多持有美国国债会降低外汇储备的变现能力。我国的外汇储备不仅含有外商来华投资的款项和我国所欠的外债,还包含国际游资和贸易顺差。即使在贸易顺差中,也不全是国内企业出口所得,有相当大一部分属于跨国企业。2008年,外商投资企业出口总额7904.93亿元,占我国出口总额的55.25%。因此,为了维持正常的经济秩序,外汇储备就必须满足外商和内商的经常性兑换需求。如果美国国债在外汇储备中的配比过高,就会导致外汇储备的流动性显著下降。如果遇到大量的外资撤离,我国被迫出售美国国债时,其国债价格很可能大幅下降,我国将不得不承担高额的变现成本。

根据国际货币基金组织所公布的世界官方外汇储备的币种构成,2009年末,发达国家外汇储备的57.37%为美元,同期新兴及发展中国家外汇储备的23.70%为美元,远低于发达国家水平。从2000—2009年的统计数据来看,我国所持有的美国国债占外汇储备的比重基本保持在36—40%左右,而美国国债只是我国外汇储备中美元资产的一部

分,据此推算,我国外汇储备中美元资产的占比或将超过发达国家水平。因此,适时优化我国外汇储备结构至关重要。

1. 适度提高黄金储备占外汇储备的比重。黄金相对其他资产,尤其是美元资产,是一种更稳定和更具抗跌性的储备资产。目前,我国的外汇储备超过2万亿美元,而黄金储备仅为1054.09吨,按照1245美元/盎司的黄金现价计算,截至2010年3月末,我国黄金储备占外汇储备的比重仅为1.73%。根据世界黄金协会公布的数据,2009年第三季度末,美国黄金储备8133.5吨,占外汇储备的比重高达67.9%;欧元区主要国家央行资产中,黄金储备也举足轻重,德国3407.6吨,占比64%,法国2435.40吨,占比63.3%,意大利2451.8吨,占比62.3%。黄金储备在国际上一直被视为实力的象征,人民币如果要进一步发展成为区域乃至国际货币,除了在贸易、投资以及自身绝对经济实力方面的增强之外,一定量的黄金储备也是一个重要的参照指标。

2. 联合美国国债的主要债权国,谋求降低持债风险。为避免我国所持有的美国国债大幅贬值缩水,包括中国在内的美国国债的主要投资者和债权国可以采取联合行动,要求美国政府提供可信的保证来作为是否继续增持美国国债的条件。在确保投资风险可控的情况下,将购买美国救援债券同救助特定公司或特有的国家资源相挂钩,以此来获取流动收益;此外,可以提请美国将国债收益率与通胀率挂钩,将国债的真实收益率保持在一个合理的水平;或要求美国政府承诺,即使美元贬值,也必须保证人民币和美元的兑换汇率与最初购买美国国债时

的汇率相同,以防范美元贬值风险。

3. 继续稳步推进人民币国际化,缓解国内流动性过剩。我国自去年下半年开始推行跨境贸易人民币结算业务,目前已经取得阶段性进展。我国的外汇储备数量充足为人民币国际化奠定了良好的基础。2008年爆发的国际金融危机给人民币国际化提供了重大历史机遇。金融危机之后,世界金融体系急切期待一个以实体经济为支撑的货币加入到国际货币体系中来,人民币无疑是一个不错的选择。人民币在国际货币体系中占有一席之地,可以改变目前处于被支配的地位,减少国际货币体制的不利影响,增强我国对全球经济活动的影响力,同时有利于逐步摆脱美元的控制。

4. 加大对各类稀缺或不可再生资源的战略性储备。各类矿产资源作为支撑一国经济发展的源动力,对其限制出口以及进行战略储备至关重要。美国作为世界第一矿产资源大国,对于即使是美国能够自给的矿产,也在设法增加储存量。例如,美国是世界上最大的产铀国,但长期以来一直从国外大量购买铀用作储备。再如,美国长期禁止开发科罗拉多州、犹他州及怀俄明州的石油,阿拉斯加州石油储藏丰富,也被划为国家石油储备地,只探不采。日本、韩国也高度重视能源资源战略规划,大规模从中国进口矿产资源。我国人口众多,虽然矿产资源总量丰富,但人均资源不足,为此,应高度重视资源储备的必要性,建立国家战略资源储备库,运用高额的外汇储备来提高国家经济发展的可持续性。^[4]

(作者单位:中国人民银行深圳中心支行)

责任编辑 李 燕