

美国国债问题透析及中国的应对策略选择

王晓丹^a, 喻一文^b

(南京审计学院 a. 审计与会计学院; b. 公共政策研究与分析中心, 江苏 南京 211815)

[摘要]美国拥有世界上最大的国债市场,而中国是美国国债的最大持有国。减持中国政府持有的美国国债,或者由于不利于中国经济增长,或者由于缺乏其他更好的投资机会,在实际中并不可行;相反地,为了实现每年新增外汇储备资产的保值增值,增持美国国债是一种合理的选择。中国政府若要改变当前巨量持有美国国债的局面,需要通过调整经济结构实现经济的内外平衡。

[关键词]美国国债;经济影响;国债资产管理;经济结构;增持;减持;国家经济利益;投资回报率;政府债务;外汇储备;美国债务危机

[中图分类号]F811 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)01-0095-10

一、引言

2008年9月,中国以6182亿美元超越日本成为美国国债的最大持有国。自此以后,中国一直牢牢占据这个位置,至2014年9月底,中国持有的美国国债数量已经高达12663亿美元^{[1]①},占中国2013年GDP 9.18万亿美元^[3]的13.79%。对于中国外汇管理当局而言,如何有效管理这样一笔巨额资产,以最大限度地维护国家经济利益,是其面临的一大课题。然而近年来,美国发生的诸如次贷危机、量化宽松货币政策、债务上限危机、联邦政府关门等政治经济事件,几乎样样都牵动着中国的神经。可以说,美方的任何风吹草动,都会影响到中国持有美国国债资产所能获得利益的多寡。

那么,面对瞬息万变的世界政治经济形势,在管理巨额美国国债资产时,中国外汇管理当局应该如何因应?虽然现有的研究普遍意识到中国持有巨额美国国债所具有的各种风险,但是大多认为大幅减持美国国债不是一种合适的策略,原因在于“如果大幅减持美元资产规模,必然导致美元下跌趋势强化,这样,就会导致外汇资产出现损失”^[4]。而即使要减持美债,前提也是美国经济复苏^[5]。很多学者认为,适当的策略是降低包括美国国债资产在内的美元资产在中国外汇储备资产中的比重^[4-7]。当然,已有研究在提出上述政策建议时,主要着眼点在于如何规避大规模持有美国国债带来的风险,特别是资产减值风险,而并没有综合考虑不同资产管理策略的各种影响,特别是对中国经济的潜在影响,同时,也没有综合考虑美国国债和其他资产在收益和风险方面存在的差别。本文的研究将在上述两个方面进行突破,通过分析各种策略的利弊,为最终的决策提供借鉴。

[收稿日期]2014-07-06

[基金项目]教育部人文社会科学研究基金项目(14YJA630041);江苏省高校哲学社会科学研究基金资助项目(2014SJB189)

[作者简介]王晓丹(1981—),男,江西广丰人,南京审计学院审计与会计学院讲师,博士,主要研究方向为公共财政与预算、国家审计;喻一文(1960—),男,美籍华人,南京审计学院公共政策研究与分析中心主任,教授,江苏特聘教授,博士,主要研究方向为公共财政与预算。

①当然,中国政府持有美国国债的数额到底为多少,目前尚存有争议。比如,2014年4月16日,银监会主席刘明康在访美演讲时表示,中国政府的外汇储备有一半用于购买美国国债,2014年3月底,中国的外汇储备余额为39480.97亿美元,依此推算,中国政府持有的美国国债数额为19740亿美元,而美国财政部公布的数字则为12721亿美元,两者相差约7000亿美元^[2]。当然,由于中国政府相关部门目前尚未对外公布外汇储备的具体构成,本文中中国政府持有美国国债的数额以美国财政部公布的数字为准。

二、多视角透析美国国债

本部分拟从美国国债的现状、历史发展及与其他国家横向比较三个方面剖析美国国债:

(一) 美国国债的现状

美国国债是由美国联邦政府承担偿还责任的债务,截至2014年9月30日,美国总债务(Gross Debt)数额为17.82万亿美元^[8],其中,最大的一部分(5.04万亿美元)债务由美国联邦政府自身持有,被称为政府内部持有(Intragovernmental Holdings)。2014年第三季度末,最大的两个政府内部持有基金是联邦老年和丧偶保险信托基金(Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund)和联邦雇员退休基金(Federal Employees Retirement Funds),分别为27128.05亿美元和8613.49亿美元^[9]。联邦政府的某些机构持有的债务也被归于此类,但是数额不多。联邦政府从这些基金借来的钱,是以记账(Bookkeeping Entry)的方式进行,而不是通过国债市场借来。在编制政府合并资产负债表时,这部分债务由于和相应政府账户的资产相互抵消,因此不计入政府负债。

除了政府内部持有的债务外,其他部分为公众持有(Held by the Public)债务。这部分债务的持有者包括全世界的公众和企业、美国的州和地方政府、其他国家政府以及美联储等。这部分国债主要通过国债市场借来,其买卖会影响到美国国债市场的利率,进而影响到相关投资者的决策。因而,和政府内部持有债务相比,这部分在经济上更具重要性。2014年第三季度末,这部分债务数额为12.78万亿美元,其中外国政府持有6.06万亿美元^[1],美联储持有2.77万亿美元^[10]。

(二) 美国国债的历史变迁

美国国债发展到今天的规模,可谓其来有自。在美国建国以来近250年的历史上,除1835年以外,其余的年份美国联邦政府都欠有债务。但是以第二次世界大战为分界线,在这之前和之后美国国债的演变逻辑大不相同。在第二次世界大战之前,美国联邦政府的预算赤字主要出现在发生战争和经济严重衰退时期,而在其他年份都处于财政盈余状态。比如在南北战争之前,美国连续8年处于盈余状态,此后由于发生南北战争需要大量军费而税收无法同步增长(甚至是下降),1860—1865年间美国联邦政府出现大量财政赤字,1865年底,美国联邦政府的总债务急剧上升到27亿美元。随着战争结束,此后美国联邦政府预算连续28年处于盈余状态,债务总额因此下降到9.16亿美元^[11]。由于当时美国政府财政实践的这种特点,美国国债在发生战争和经济严重衰退时迅速增长,而在其他年份则稳步下降。但是二战以后,美国政府预算在大多数年份都处于赤字状态,近70年中仅有12年的财政是处于盈余状态。由此,美国的国债数额在大多数时间内都在上涨。1940年以来美国国债总额及公众持有的债务总额的演变趋势见图1,它反映了美国联邦政府绝对负债规模,图2则反映了1940年以来美国国债相对规模的变化。可以看出,虽然就绝对数额而言,今天美国国债的规模前所未有,但是其相对规模却还没有突破历史最高水平^①。

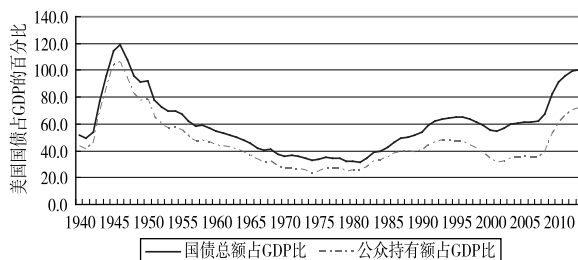
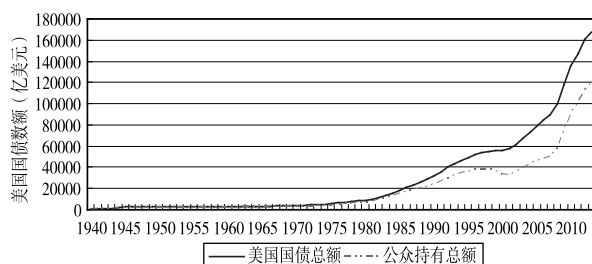


图1 美国国债绝对数额的历史变化(1940—2013年) 图2 美国国债占GDP比重的历史变化(1940—2013年)

注:数据来源于美国白宫管理与预算办公室(OMB)官方网站。注:数据来源于美国白宫管理与预算办公室(OMB)官方网站。

①美国国债总额占GDP的比重最高出现在1946年,为118.9%,而2013年为103.28%。

(三) 美国国债的横向比较

从国际横向比较上看,以2012年为例,在世界各国中央政府中,美国联邦政府的负债总额位居第一(见表1),其债务规模是第二名日本的1.43倍,第三名英国的6.14倍,占前十名国家债务总额的39.10%。然而,虽然在中央政府债务绝对数额上美国位居世界第一,但是就债务的相对规模而言(见表2),在世界主要经济体中,美国只排在第三位,在日本和意大利之后,但是要明显高于德国,也明显高于中国、巴西、俄罗斯、印度等“金砖四国”。

三、美国政府依赖国债市场的影响分析

从上文对于美国国债的分析可以看出,美国联邦政府严重依赖于通过国债市场筹集其运转所需资金。不过站在政治家的角度,通过发行国债而不是通过增税来筹集资金,符合其自身利益。一旦增加税收,便意味着增加选民的经济负担,这会引起选民对政治家的不满,最终会减少支持政治家的选票数量,这显然是政治家不愿做的。

当然,美国联邦政府对借债的依赖也与其借债成本很低密切相关。以5年期国债为例,自2011年以来,绝大部分时间的实际利率都为负值,甚至2012年有很长时间实际利率低于-1%^[12]。由于借债成本如此之低,萨默斯等一些美国经济学家主张美国政府应该趁此机会借更多的债用于投资(比如购买用于出租的建筑物),通过投资套利改善美国联邦政府的财务状况^[13]。

然而,美国政府这种压抑税收、依赖国债的资金筹集模式对于经济具有深刻的影响。

首先是对于宏观经济的影响。这方面不少美国学者已经进行了分析。比如Cashell认为,在短期内有效需求不足的情况下,发行国债和增加赤字有助于刺激经济需求、提高经济产出^[14]。然而就长期而言,一旦实现充分就业,联邦政府借债将推高利率,挤出企业投资,抵消政府支出增加所带来的消费和投资的的增长,此时政府发行国债

是否能刺激经济增长就值得怀疑。美国主流经济学界就认为,政府财政赤字在长期内并没有让美国经济规模变得更大^[15]。而政府的债务规模会对经济的长期增长产生不利影响。Cecchetti等的经验研究表明,政府债务占GDP的比重一旦超过某个门槛(85%),就将会导致经济增长率下降^[16]。

其次是对资本市场的影响。美国政府通过举债维持支出,会降低国家的储蓄率^①,这会导致美国资本市场上的资金供给不足,从而导致利率上升。当然在开放经济下,美国资本市场的利率上升会吸引其他国家的资金进入美国,增加美国资本市场的资金供给,进而缓解这种利率上升。然而由此带来的后果是,资本市场上国外资本所有者的比例会增加,资本要素所得会有相当部分流入非美国公民的腰包。

最后是对美国国际收支的影响。由于美国资本市场的利率提高,如Cashell所言,这将使得“以美元计价的资产对外国投资者更有吸引力”^[14]。但是为了购买这些以美元计价的资产,外国投资者必须先买进美元,这将导致美元升值,进而导致美国的进口增加、出口下降,使得美国的对外贸易逆差进一步提高。

表1 2012年各国中央政府
债务数额排名

排名	国家	国债数额 (亿美元)
1	美国	152387
2	日本	106859
3	意大利	24836
4	英国	21971
5	法国	21419
6	德国	18060
7	中国	12332
8	巴西	12232
9	西班牙	10433
10	印度	9236

注:数据来源于世界银行数据库。

表2 2012年世界主要经济体中央
政府债务负担一览

GDP排名	国家	债务占GDP的 百分比(%)
1	美国	93.81
2	中国	14.99
3	日本	179.26
4	德国	52.68
5	法国	81.97
6	英国	88.74
7	巴西	54.30
8	俄罗斯	10.66
9	意大利	123.27
10	印度	49.69

注:数据来源于世界银行数据库。

①—国储蓄 = 居民储蓄 + 企业储蓄 + 政府储蓄,政府财政具有赤字意味着政府储蓄为负值,进而拉低一国储蓄率。

四、中国持有的美国国债规模

2001年底中国加入世界贸易组织(WTO),此后,得益于“WTO红利”,中国的对外出口额呈井喷式增长,这进而带来中国外汇储备数量的快速增长。而这些外汇储备大部分以美元形式持有。在这些以美元形式持有的外汇储备中,又有相当部分用来购买美国国债,以实现资产的保值增值。表3显示了近十年来中国政府持有的美国国债的数额以及该数额和其他一些经济指标相比的相对规模。从表3可以看出,在2010年以前,中国持有美国国债的数额一直在快速增长。同时,中国持有美国国债的相对重要性也日益增加,无论是占美国国债总额的比例,还是占美国当年GDP的比例,在2010年之前都在稳步上升。而在2011年后,中国政府购买美国国债的策略发生变化,虽然总额上2013年底和2010年底相比增加了1000多亿美元,但是其相对重要性却在逐步减小,最明显的是反映在中国持有的美国国债占美国国债总额比例及其占中国的外汇储备总额的比例,最近3年一直在下降。发生这种变化的原因,一方面,可能是2011年以来美国两大政党围绕联邦政府债务上限问题旷日持久的争论影响到中国政府持有美国国债的信心,特别是标准普尔在2011年美国联邦政府的主权信用评级从AAA下调到AA⁺;另一方面,如前所述,这可能和2011年以来美国国债较低的回报率有关。

表3 近十年中国持有的美国国债(年末数)

项目 \ 年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
持有金额(亿美元)	2229	3100	3969	4776	7274	8948	11601	11519	12204	12689
占美国国债比例(%)	5.06	6.58	8.10	9.30	11.42	11.46	12.35	11.03	10.54	10.27
占中国外汇储备比例(%)	36.55	37.86	37.22	31.25	37.38	37.30	40.74	36.21	36.85	33.21
占中国GDP比例(%)	11.54	13.74	14.63	13.67	16.09	17.93	19.56	15.73	14.85	13.82
占美国GDP比例(%)	1.82	2.37	2.86	3.30	4.94	6.21	7.76	7.42	7.51	7.55

注:数据根据国际货币基金组织《世界经济展望数据库(2014年4月版)》、中国人民银行官网、美国财政部官网的数据整理和计算而得。

从与其他持有美国国债的国家(地区、国际组织)横向比较看(见表4、表5),在2004年底,中国持有美国国债的金额还不到当时最大持有者日本的1/3,此后几年,由于中国大量购买美国国债,到2008年9月超越日本成为美国国债的海外最大持有者,此后一直保持这个地位。反观日本,在次贷危机爆发之前,日本对美国国债整体采用减持策略,2007年底和2004年底相比减持1000余亿美元,而此后则改为增持。

表4 美国国债主要持有国家(地区、国际组织)持有量 (单位:亿美元)

国家(地区、组织) \ 年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国	2229	3100	3969	4776	7274	8948	11601	11519	12204	12689
日本	6899	6700	6229	5812	6260	7657	8823	10581	11112	11825
加勒比银行中心	511	772	723	1164	1979	1282	1684	2272	2683	2909
比利时	170	170	136	132	159	173	332	1352	1388	2568
巴西	152	287	521	1299	1270	1692	1861	2269	2533	2454
石油输出国组织	621	782	1102	1379	1862	2011	2119	2608	2620	2383
中国台湾	679	681	594	382	718	1165	1551	1773	1954	1822
瑞士	417	308	343	389	623	897	1068	1424	1954	1751
英国	958	1460	926	1581	1311	1803	2704	1143	1326	1636
中国香港	451	403	540	512	772	1487	1342	1217	1419	1588

注:数据来源于美国财政部官方网站。

表5 美国国债持有国家(地区、国际组织)排名变动(2004—2013年)

名次	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	日本	日本	日本	日本	中国	中国	中国	中国	中国	中国
2	中国	中国	中国	中国	日本	日本	日本	日本	日本	日本
3	英国	英国	石油输出 国组织	英国	加勒比 银行中心	石油输出 国组织	英国	石油输出 国组织	加勒比 银行中心	加勒比 银行中心
4	中国台湾	石油输出 国组织	英国	石油输出 国组织	石油输出 国组织	英国	石油输出 国组织	加勒比 银行中心	石油输出 国组织	比利时
5	石油输出 国组织	加勒比 银行中心	加勒比 银行中心	巴西	英国	巴西	巴西	巴西	巴西	巴西
6	韩国	韩国	韩国	加勒比 银行中心	巴西	中国香港	加勒比 银行中心	中国台湾	中国台湾	石油输出 国组织
7	加勒比 银行中心	中国台湾	卢森堡	卢森堡	俄罗斯	俄罗斯	中国台湾	俄罗斯	瑞士	中国台湾
8	德国	德国	中国香港	中国香港	卢森堡	加勒比 银行中心	俄罗斯	卢森堡	俄罗斯	瑞士
9	中国香港	中国香港	中国台湾	德国	中国香港	中国台湾	中国香港	瑞士	卢森堡	英国
10	瑞士	卢森堡	巴西	新加坡	中国台湾	瑞士	瑞士	中国香港	中国香港	中国香港

注:根据美国财政部官网的数据整理所得。

上文我们讨论的是中国持有的美国国债总额这一存量的变化趋势。而如果考察中国持有的美国国债总额的年度变化,或者每年中国购买(出售)的美国国债数额的年度变化,则显示出类似趋势。如图3所示,在2011年以前,中国每年购买美国国债的数额在逐步增加,特别是2008年,较前一年度增加1691亿美元,而在2011年后,中国每年购买美国国债大幅减少,在2011年,甚至是净抛售82亿美元。

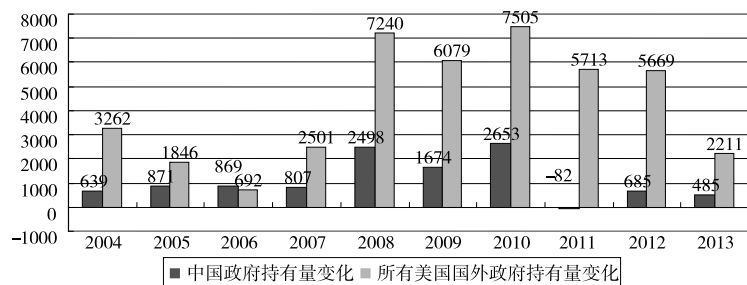


图3 美国以外各国政府持有美国国债的年度变化(2004—2013,亿美元)

注:数据来源于美国财政部官方网站。

从横向上看(见上页表4),和中国一样,美国以外各国政府购买美国国债的规模也是在2008年以后显著增加,而在2011年以后减少了对美国国债的购买,但减少的相对幅度要小于中国。

而就中国购买的美国国债占美国新增国债的相对比例(如表6所示)而言,峰值出现在次贷危机爆发前的2006年。虽然从绝对数额来看,2008年中国购买美国国债的数量是2006年的近3倍,但是看其所占的相对比例,2008年只有20.26%,还不到2006年的一半。而近两年,中国每年购买的美国国债数额占美国新增国债比例仅有6%多一点。今天中国在美国国债交易市场的重要性和十年前相比,已大大降低。当然,由于中国仍然是美国国债的最大持有国,其对美国国债交易市场仍具有潜在的重要影响。

表6 近十年中国购买的美国国债占美国新增国债比例(年末数)

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
占美国新增国债比例(%)	17.55	28.43	46.67	34.30	20.26	11.61	16.80	-0.78	6.04	6.27

注:根据美国财政部官网的数据计算所得。

简言之,和十年前相比,中国持有的美国国债,无论在绝对数额上,还是在相对比重上,都有了明显的增加。中国政府在美国国债市场上到底是增持还是减持,以及这种变化的幅度,都会对美国国债市场(特别是国债收益率)产生举足轻重的影响,这种影响会传导给美国的实体经济,并反过来影响

中国经济的发展。从2011年以来中国政府在美国国债市场的行为来看,中国政府购买的美国国债数量较前几年大幅下降。

五、中国大量持有美国国债的原因

如前所述,从2008年9月至今,中国一直是美国国债的最大持有国。就经济发展水平而言,很显然,美国要远远领先于中国。根据国际货币基金组织(IMF)的统计,2012年,美国的人均GDP为51704美元,而中国为6071美元,仅占美国的11.74%。换言之,高收入者美国却从中国这个低收入者手中大量借债^①。一方面,中国政府利用其手中持有的巨额外汇储备大量购买欧美发达经济体的资产(特别是政府债券);另一方面,在国内,众多急需资金的中小企业和农户却很难通过银行、股市和债市等常规融资渠道获得资金。而这些中小企业和农户“贡献了中国70%的就业、60%的生产活动,是资金回报率高、最有竞争力的行业”^[17]。

学界对上述现象的一个解释是,美国资本市场的投资回报率要高于中国资本市场的投资回报率。但事实果真如此吗?我们以风险水平相差不大^②的中美两国国债为例,2014年3月14日,美国5年期国债收益率为1.55%^[18],剔除物价水平变动后的实际收益率仅为-0.19%^[12];而当日中国5年期国债收益率为4.25%^[19],实际收益率为2.25%^③。再考虑到自2005年7月人民币汇率形成机制改革以来人民币对美元总体呈稳步升值的态势^④,我们可以认为,在风险水平基本相同的情况下,将资金投资于中国市场的回报率,要明显高于投资于美国市场。因而,回报率无法用以解释上述现象。

也许我们可以从中美两国失衡的经济结构中找到答案。

众所周知,中国的经济增长主要依赖投资和出口带动,而国内的消费能力相对不足。1979—2005年间,投资对经济增长的贡献率为35%,明显高于同期23.5%的世界平均水平^[20],最近的2013年更是高达50.4%^[21]。而在投资中,外商直接投资(FDI)多年来一直发挥着举足轻重的作用。各种招商引资优惠政策持续吸纳的巨额外商直接投资,是中国资本项目长期存在顺差的首要原因^⑤。同样地,由于中国长期以来坚持出口导向型的贸易政策,出口以及与之密切相关的净出口(即贸易顺差)也在中国的经济增长中发挥着非常显著的作用。姚树洁、韦开蕾的研究表明,中国的出口每增加1%,就会拉动经济增长0.111个百分点^[22]。而陈红梅、栾光远的研究表明,如果投资和消费的增长率维持近年平均水平,要使GDP的增长率保持现有年均增长率,净出口年增长率需要达到22%^[23]。这种出口导向型贸易政策的必然结果是每年巨额的贸易顺差以及经常项目顺差。2013年,中国的出口总额为13.72万亿人民币,贸易顺差为1.61万亿元^[24],占当年GDP总量的2.83%,而该项指标最高时曾达到7.62%(2007年)。这种资本项目和经常项目同时存在顺差的“双顺差”格局,导致我国多年来外汇储备余额的超额增长,2013年底,我国外汇储备余额高达38213.15亿美元,占当年GDP的41.62%。相反地,在拉动中国经济增长的“三驾马车”中,与净出口和投资相比,虽然单位金额的消费对经济增长的贡献最大^[25],但是总消费对经济增长的贡献明显低于世界平均水平^[20]。

近年来,虽然中国政府一直致力于经济结构调整、转变经济增长方式,但是成效并不显著。如前所述,只要这种失衡的经济结构继续维持,“双顺差”的国际收支格局和外汇储备的超额增长就是其

①当然,中国大量持有美国国债,是多年来中国积累的大量贸易顺差(即 $Y=C+I+G+NX$ 中的 NX)的结果。以2013年为例,中国的贸易顺差高达为1.61万亿。

②在标准普尔最新的主权信用评级中,将中国评为 AA^- ,美国评为 AA^+ 。

③和美国相比,中国目前尚未发布国债实际收益率曲线。这里的实际收益率是剔除2014年2月份的CPI指数2%后计算得出。

④根据中国人民银行的统计数据,从2005年7月底到2013年12月底,1美元兑换人民币的数额从8.1080下降到6.0969,即人民币在此期间升值近1/4;2014年上半年,由于预期美国将退出量化宽松,人民币对美元汇率稍有下跌,1美元兑换人民币的数额从上年末的6.0969增至6.1528。详见中国人民银行统计调查司网站(<http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochaotongjisi/126/index.html>)。

⑤当然,除了FDI,国际套利资本流入也是资本项目顺差的原因。

必然结果。而要实现外汇储备的保值增值,就需要为其寻找投资渠道。那么,在众多的投资对象中,为什么中国政府会选择大量持有美国国债?除了美元是世界货币、美国具有较高的主权信用、美国国债市场的大容量等原因外,我们不应忽视美国失衡的经济结构。

和中国的内需不足相反,美国的消费能力则过强,1978—2005年间,美国消费对经济增长的贡献率为89.7%,明显高于77.4%的世界平均水平^[20]。显然,这种过强的消费能力是美国国内企业的生产能力无法满足的,这就造成了美国多年来连续的巨额贸易逆差,2013年,美国的贸易逆差额达到了4763.92亿美元,占当年美国GDP的2.84%,该项指标最高时曾达到5.50%(2006年)^[26]。但是,由于中国企业的产能和中国的消费能力相比存在着巨额的过剩,这种过剩的产能正好可以满足美国过强的消费能力。当然,如果美国居民和政府只有消费的愿望而缺乏资金的支持,那么他们将缺乏购买中国产品的能力,中国过剩的产能将无法得以消化。但是,如果中国政府使用掌握在手中的巨额外汇储备去购买美国国债,一方面,可以使得美国联邦政府的赤字财政得以运转,进而提高美国政府的消费能力;另一方面,通过美国联邦政府预算中大量的社会福利支出^①,这些资金将转移到那些本来缺乏购买力的美国居民手里,其中相当大的部分将被用于购买中国制造的产品。通过这样的机制,一方面,美国政府和居民获得了额外的购买力,其消费能力进而(美国居民的)福利水平得到了提高;另一方面,中国企业过剩的产能在一定程度上得以消化,中国出口的增长得以维持,最终中国经济可以保持较快的增长。可以说,中国大量持有美国国债,是中美两国失衡的经济结构的必然结果。中国以经济盈余较低的投资收益为代价,维持经济的较快增长。

六、中国管理美国国债资产的策略分析

就宏观方面而言,中国对持有的美国国债资产的管理策略无非两种——减持和增持。需要说明的是,这里讨论的减持和增持,是指中国政府减少或增加持有美国国债的总体和连续性趋势,而不是一种临时性的策略。如果考察近年来中国持有美国国债的历史,中国并没有直线式增持美国国债,在其中的某些时间段,比如在2007年11月至2008年2月、2009年11月至2010年2月、2011年8月至2012年3月以及最近的2013年12月至2014年4月间,中国政府都出现过减持美国国债的行为。只不过,一方面,这种减持的时间一般持续只有数月,而非根本趋势的逆转,另一方面,减持的幅度也不大,以幅度最大的2011年8月至2012年3月这次为例,前后总共减持1709亿美元,只占最高持有金额的12.95%。

(一) 减持策略

一旦中国政府选择减持美国国债,因此而闲置的资金^②可以有三种流向,下文将依次分析:

1. 抛售美元,换成人民币

短期内,如果中国减持美国国债、抛售美元而兑换成人民币,其对中美经济的影响如图4所示。

对于美国经济而言,首先,如图4(a)所示,中国减持美国国债会导致美国资本市场资金供给减少,进而导致利率增加,引起投资的减少;其次,如图4(b)所示,美国资本市场利率增加会更加激励美国居民更有进行储蓄,在短期内收入不变的情况下,将抑制美国居民的消费;最后,如图4(c)所示,中国抛售美元会导致美元汇率贬值,进而导致美国净出口增加(或贸易逆差减小)。对美国经济总体而言,虽然投资和消费在减少,但净出口增加,因而其经济增长率如何变化尚无法确定。按照Morrison和Labonte的分析,中国减持美国国债对美国经济的整体影响取决于中国减持美国国债的速度^[27]。他们认为,如果中国缓慢减持,甚至会给美国经济带来扩张效应;但是如果中国采用快速减持策略,会

^①以2013财年为例,美国联邦政府的财政支出中,三大社会福利项目Social Security Benefit、Medicare和Medicaid的总支出达15630亿美元,占该财年美国联邦政府总支出的45.25%。详见美国国会预算办公室的统计:<https://www.cbo.gov/publication/44716>。

^②这里将资金放在银行里储蓄设为默认状态。

导致美元突然和大幅的贬值、利率急剧上升, 此时由于“资源无法快速从资本敏感部门流向出口部门”, 利率急剧上升将抵消美元贬值带来的贸易赤字减少, 并引起经济衰退。

对于中国经济而言, 如图 4(d) 所示, 中国减持美国国债、抛售美元, 会导致人民币汇率相对升值, 引起中国的净出口下降, 最终导致整体经济增长率下降。当然, 这种经济增长率下降的幅度取决于中国减持美国国债的速度。如果采用快速减持策略, 就会导致中国经济的增长率明显下降, 由此可能会引发一系列的经济和社会问题, 这显然不符合中国政府的利益。而如果采用缓慢但是连续减持的策略, 虽然不会导致上述后果, 但是由此引起的人民币汇率连续升值, 会持续降低中国出口企业的竞争力, 进而减少出口部门吸纳的就业数量, 同样会带来相应的社会问题, 这也是中国政府所不愿面对的情形。

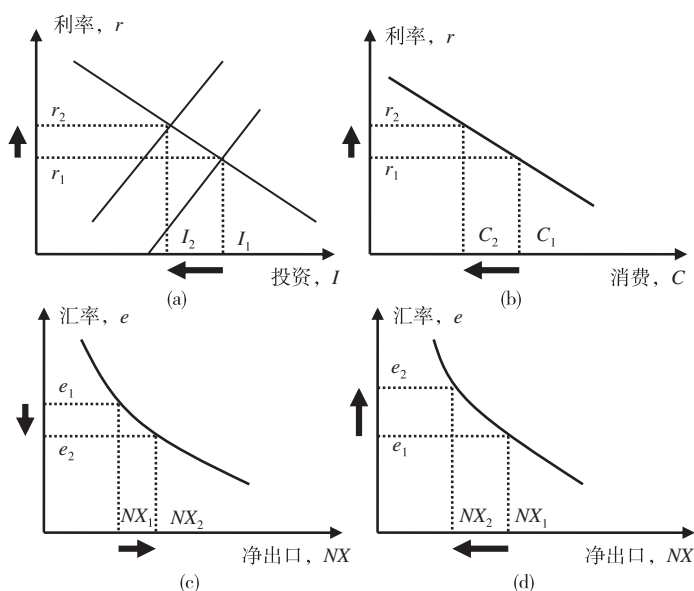


图 4 短期内中国减持美国国债对中美经济的影响

但是由此引起的人民币汇率连续升值, 会持续降低中国出口企业的竞争力, 进而减少出口部门吸纳的就业数量, 同样会带来相应的社会问题, 这也是中国政府所不愿面对的情形。

2. 购买其他国家国债

中国政府减持美国国债、购买其他国家国债也不是一个明智的选择。以世界上主要的发达经济体 G7 为例(见表 7), 在主权信用评级均为 A 级的 6 个国家中, 美国的国债收益率要高于其他国家, 而意大利国债的收益率虽然高于美国国债, 但这是以其较低的主权信用评级或较高的风险为基础的。也就是说, 现在美国国债的实际收益率虽然很低, 但是和其他国家相比, 在风险水平相似的情况下, 美国的国债收益率恰恰是最高的。

3. 购买境外非国债资产

一旦中国政府减持美国国债, 还有一种选择是购买中国境外的非国债资产。就积极方面而言, 中国减持美国国债、购买非国债资产可以减少中国国家经济利益对美国宏观政治、经济形势的依赖, 分散因过于集中持有某一类资产而带来的风险。但是这么做, 中国外汇管理部门将面临以下问题: 首先, 由于世界经济还没有从普遍低迷中走出, 市场上高回报、低风险的优质投资机会较少。美国国债的实际收益率近年来之所以会下降, 很大的一个原因在于 2008 年金融危机以来, 其他市场上缺乏合适的投资机会, 致使众多投资者转而购买风险较低的美国国债^[14]。其次, 即使存在这样的优质投资机会, 和美国国债市场相比, 这种投资机会的规模也微不足道, 不可能从根本上改变当前中国大量持有美国国债的局面。最后, 搜寻这样分散在世界各地的优质投资机会, 需要花费大量的信息搜寻成本。

(二) 增持策略

在现有的经济格局下, 由于对外贸易产生的经常项目顺差以及使用国外投资产生的资本项目顺差, 每年中国增加大量的外汇储备(见表 8)。这些新增的外汇储备资产, 同样存在进行投资配置以实现资产保值增值的问题。其中的一个选择是将这些新增的、以美元形式持有的外汇储备资产中的一部分用于购买、增持美国国债。至于是否增持, 取决于美国国债的收益率和同期美元银行存款利率之间的比较。

表 7 G7 国家国债收益率及主权信用评级一览

国家	国债收益率 (10 年期, %)	主权信用评级
美国	2.73	AA ⁺
日本	0.60	AA ⁻
德国	1.58	AAA
法国	2.12	AA
英国	2.68	AAA
加拿大	2.45	AAA
意大利	3.41	BBB

注: 数据来源于彭博社、标准普尔官方网站。

表8 2004—2013年各年度中国外汇储备增加值 (单位:亿美元)

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
外汇储备增加值	2066.81	2089.40	2474.68	4619.09	4177.81	4531.22	4481.86	3338.10	1304.41	5097.26

注:数据根据中国人民银行官方网站数据计算而得。

从上文的分析可以看出,对于中国政府持有的美国国债的管理,如果采取减持的策略,或者由于不利于中国经济的增长,或者由于缺乏其他更好的投资机会,在实际中显得并不可行。相反地,由于中国每年都新增大量的外汇储备,为了实现这些新增资产的保值增值,增持美国国债反而是一种合理的选择。然而,这种选择是建立在资本市场上缺乏规模较大、投资回报率较高的投资对象的基础上的,如前所述,在剔除物价变动后,美国国债的实际收益率很低,甚至在很长时间内是负的收益率。可以说,购买美国国债是中国在自身过度依赖投资和出口的非平衡经济发展模式下最不坏的然而也是非常无奈的选择。

因而,要合理配置经济资源、改变当前这种巨量持有美国国债资产的局面,有赖于中国政府通过调整经济结构实现经济的内外平衡,最终改变目前过度依赖于投资和对外出口的经济方式,将经济发展的重心转为依靠国内需求的增加上。当然,中国经济能否提振内需,取决于其是否在下述两个方面进行改进:首先,减少严重的收入差距。按照中国统计局公布的数字,2013年中国居民收入的基尼系数为0.473,明显高于国际警戒线0.4的水平。按照凯恩斯的边际消费倾向递减假说,严重的收入差距显然会抑制消费,而国内王宋涛和吴超林等学者的研究也证实了上述推论^[28]。其次,中国能否建立成熟的社会保障体系。目前中国虽然已经初步建立社会保障体系,但是并不发达,居民的个人风险无法通过社会保障有效分散,而只能通过储蓄来应对,这同样抑制了居民的消费意愿。对于上述收入分配和社会保障方面的改革,十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》均有专门的部分论及。这些理念如何在实践中得到落实,在很大程度上决定了中国经济增长方式的转变,以及与此密切相关的巨量持有美国国债资产局面的转变。

参考文献:

- [1] U. S. Department of the Treasury. Major foreign holders of treasury securities [EB/OL]. [2014-12-12]. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>.
- [2] Nikkei Asia Review. A \$ 700 billion Chinese mystery [EB/OL]. [2014-10-06]. <http://asia.nikkei.com/Markets/Capital-Markets/A-700-billion-Chinese-mystery>.
- [3] International Monetary Fund. World Economy Outlook Database [EB/OL]. [2014-06-03]. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.
- [4] 罗霄. 美国国债对人民币汇率影响研究 [D]. 武汉大学, 2012: 121.
- [5] 方秀丽. 中国高额持有美国国债的风险与对策 [J]. 投资研究, 2011(12): 148-153.
- [6] 吴秀波. 美国债务危机的形成与影响分析: 兼析中国应对策略 [J]. 价格理论与实践, 2011(7): 7-9.
- [7] 赵春明, 李宏兵. 美国债务问题: 演化路径、经济影响与我国对策 [J]. 北京师范大学学报: 社会科学版, 2012(3): 96-104.
- [8] U. S. Department of the Treasury. The debt to the penny and who holds it [EB/OL]. [2014-07-03]. http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debttothepenny.htm.
- [9] Bureau of the Fiscal Service, U. S. Department of the Treasury. Federal debt [EB/OL]. [2014-12-12]. <http://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/treasBulletin/current.htm>.
- [10] Bureau of the Fiscal Service, U. S. Department of the Treasury. Ownership of federal securities [EB/OL]. [2014-12-12]. <http://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/treasBulletin/current.htm>.

- [11] 布坎南 M J, 瓦格纳 E R. 赤字中的民主[M]. 北京: 北京经济学院出版社, 1988: 13 - 14.
- [12] U. S. Department of the Treasury. Daily treasury real yield curve rates[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2012>.
- [13] Summers L. Breaking the negative feedback loop[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://blogs.reuters.com/lawrence-summers/2012/06/03/breaking-the-negative-feedback-loop/>.
- [14] Cashell B W. The federal government debt: its size and economic significance[R]. CRS Report for Congress, 2010.
- [15] Labonte M, Nagel J C. Foreign holdings of federal debt[R]. CRS Report for Congress, 2013.
- [16] Cecchetti S G, Mohanty M S, Zampolli F. The real effects of debt[R]. BIS Working Paper No. 352, 2011.
- [17] 林毅夫. 高度关注投机性行业贷款[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://economy.caixin.com/2014-03-14/100651594.html>.
- [18] U. S. Department of the Treasury. Daily treasury yield curve rates[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>.
- [19] 智通财经网. 国债收益率[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://www.wm927.com/chart/debt>.
- [20] 韩永文. 经济增长要向依靠消费、投资、出口协调拉动转变[J]. 宏观经济研究, 2007(11): 3 - 8.
- [21] 人民网. 发改委: 2013 年投资对经济增长的贡献率达 50.4% [EB/OL]. [2014 - 10 - 06]. <http://finance.people.com.cn/n/2014/0122/c1004-24193879.html>.
- [22] 姚树洁, 韦开蕾. 中国经济增长、外商直接投资和出口贸易的互动实证分析[J]. 经济学(季刊), 2007(10): 151 - 170.
- [23] 陈红梅, 栾光远. “十二五”时期我国投资、消费、净出口与经济增长的实证分析[J]. 宏观经济研究, 2011(7): 11 - 16.
- [24] 国家统计局. 国家数据[EB/OL]. [2014 - 07 - 04]. <http://data.stats.gov.cn/workspace/index?m=hgnd>.
- [25] 李占风, 袁知英. 我国消费、投资、净出口与经济增长[J]. 统计研究, 2009(2): 39 - 42.
- [26] Bureau of the Fiscal Service. U. S. Trade in goods and services, 1992-present[EB/OL]. [2014 - 10 - 06]. <http://www.bea.gov/international/>.
- [27] Morrison W M, Labonte M. China's holdings of U. S. securities: implications for the U. S. economy[R]. CRS Report for Congress, 2013.
- [28] 王宋涛, 吴超林. 收入分配对我国居民总消费的影响分析——基于边际消费倾向的理论和实证研究[J]. 经济评论, 2012(6): 44 - 53.

[责任编辑: 黄 燕]

An Analysis of National Debt of the United States and Strategic Options China Faces

WANG Xiaodan^a, YU Yiwen^b

(a. School of Auditing and Accounting; b. Research and Analytics Center for Public Policy, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: The United States has the largest national debt market in the world while China is the largest foreign share-holder of the U. S. national debt. This paper analytically points out that, should the Chinese government reduce its holding of the U. S. national debt, such reduction might either back fire and harm its own economy, or be irrational because of lack of better investment opportunities elsewhere in the world. On the contrary, if one of China's economic goals is to appreciate or at least maintain the value of China's vast amount of foreign exchange reserve, then China may want to consider to increase its holding of the U. S. national debt. To change the current situation of China's huge holding of the United States' national debt, it would depend on China's realization of economic balance by adjusting its own economic structure in the next wave of economic reforms.

Key Words: U. S. A national debt; economic impact; national debt asset management; economic structure; holdings; reduction; national economic interest; rate of return on investment; government debt; foreign exchange reserve; U. S. A debt crisis