

# 中國持有美國各式債券 現況分析

A Study of China's Investments in U.S. Securities and Bonds

沈麗山 (Shen, Lih-Shan)

中臺科技大學通識中心講師，東海大學政治研究所博士生

## 摘 要

本文通過美國財政部所發布的Report on Foreign Holdings of U.S. Securities，證明中國對美貿易順差所積累的外匯儲備主要用於購買美國債券。儘管有著較好的流動性和安全性，但與其他投資方式相比，中國購買美國債券的收益率並不高。此外，中國持有美國債券總量僅次於日本，中美之間形成一定的金融互賴關係，但就雙方經濟總量和對外貿依存度的不同，中國和美國之間仍是一種不對稱的經貿關係。

關鍵詞：美國債券 政府公債 機構債券 不對稱經貿關係

## 壹、1999年以來中美間資本移動

在上世紀90年代，1996年11月中國外匯儲備首次突破千億大關，達1023.06億美元，1997-98年的亞洲金融危機時期外匯保持在1400億美元左右，一直到2000年末外匯為1655.74億美元。中國大陸進入二十一世紀後外匯儲備規模呈爆炸式增長，從2001年1月至2008年6月，由1686.23億美元增長至18088億美元，七年半時間增長近十一倍。

但中國從未公開其外匯儲備的組成或投資方式。例如，國際貨幣基金IMF在

2008年6月30日最新公布的Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)<sup>1</sup>季度報告稱，至今年第一季度，全球官方外匯儲備68739.2億美元，申報組成部分為43223.11億美元，未申報組成部分為25516.09億美元。而中國外匯儲備即占IMF統計全球官方儲備未申報部分的近七成。

在美國財政部的Treasury International Capital System(簡稱TIC)從2002年4月，首度發布Report on Foreign Holdings of U.S. Securities，分國別統計外國持有美國各式債券，從中得以一窺部分中國外匯使用方式。

TIC公布的各國購買美國債券歷史資料得知，中國在1985年3月首度購買美國債券，金額2900萬美元，且為風險最低的美國國債。<sup>2</sup>中國持有美國債券，就積累速度而言，約可分為如下三個階段：第一階段，1985年3月到1994年底，中國開始少量購買美國國債，此一階段中國持有美國債券的特徵有二：一是主要購買美國短期國債，<sup>3</sup>轉手率高，從1985年3月到1994年底每月平均購入美國國債4.721949億美元，賣出3.307034億美元，以致積累速度低，1985年到1994年底的十年間，中國持有債券淨增加181.8億美元，年均18億多美元，二是國債占債券比例高達99.26%。

第二階段，從1994年底到2002年6月為過渡階段，在七年半時間，持有國債增加784.12億美元，年均增持104.55億美元，持有債券更大幅增加1632.98億美元，年均增持217.73億美元，和第一階段不同的，一是中國持有美國國債轉變為以長期債券為主，2002年6月中國所持有的964.57億美元美國國債中，952億為

<sup>1</sup> 國際貨幣基金Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves 季度報告，發布日期2008/06/30。下載於<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.csv>，搜尋日期：2008/09/01。

<sup>2</sup> 此一分類及定義見美國財政部Report on Foreign Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2002：<http://www.ustreas.gov/tic/shl2002r.pdf>將美國債券分為如下四類：

1. 政府債券(以下簡稱國債，Marketable U.S. Treasury and Federal Financing Bank bonds & Notes)
2. 政府支持的機構債券(以下簡稱機構債券，Bonds of U.S. Government corps. & federally sponsored Agencies) Agency - Securities issued by U.S. federal government sponsored agencies (often called GSEs), such as the Federal National Mortgage Association (FNMA), the Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) and the Student Loan Marketing Association, as well as securities insured by the Government National Mortgage Association (GNMA).
3. 企業債券和股票(U.S. corporate & other corporate bonds and stocks) Corporate - All debt securities issued by private entities, as well as all debt securities issued by state and local governments and their created institutions.
4. 股權和基金(Equity) 各種形式的普通股或優先股，共同基金，所有權權益All forms of common and preferred stock, mutual fund shares (including shares of bond and money market funds), and all other ownership interests, such as limited partnership shares為求方便說明，本文中統一將第1類稱為美國國債，1、2、3、4統稱為美國債券。

<sup>3</sup> 美國國債一年期以內者為短期，超過一年期以上者為長期。

長期國債，僅12億多為短期國債，顯示中國對持有美國長期國債的信心；二是中國開始購買風險金融產品，包括111.05億美元的企業債券股票和40.34億美元的股權Equity，另外大量購買達698.82億美元的機構債券。<sup>4</sup>顯示中國對追求外匯資產獲利及涉入國際衍生性金融商品的信心，也一定程度代表著中國開始接納歐美國家所主導的國際金融市場。

第三階段為2002年6月至2008年6月，中國增持美國債券呈跳躍式大幅增加，六年時間，持有美國國債增加4048.81億美元，年均增加674.80億美元，持有債券增加8972.62億美元，年均增加1495.44億美元。2002年中國持有美國債券排名第五位，次於日本的6369.4億美元，英國的3675.47億美元，盧森堡的2286.33億元和加拿大的2082.31億美元。2008年6月，中國持有美國國債及各式債券僅次於日本，排名第二(中國持有美國國債5038億美元，日本持有美國國債5838億美元；中國持有美國各式債券10787.40億美元，日本持有美國各式債券12716.09億美元)。

第三階段的特色有：一、成長幅度驚人，六年時間持有債券增長近6倍，特別是在2004至2007的三年期間就增長近3倍，是近年來他國增持美國債券成長速度最快的國家。二、是中國成為美國機構債券最大債權國，在四類美國債券中，中國所持有的美國國債次於日本，為美國國債第二大債權國。在企業債券股票和Equity所持金額更是相對極低，排名在英國、盧森堡、加拿大、英屬開曼群島等數十國之後，但在機構債券部分，無論是資產抵押債券(Asset-Backed Securities, ABS)或是擔保債務憑證(Collateralized Debt Obligation, CDO)則是第一大債權國，2007年6月，中國持有美國機構債券3873.08億美元，高出排名第二日本的2312.87億美元甚多。2007年至今年6月，雖受次貸風暴影響，有部分中國國有銀行拋售美國機構債券，<sup>5</sup>但總體而言仍持續增加，一年時間增持美國機構債券714.9億美元，總額達4587.98億美元，高於排名第二日本的2619.61億美元。

從2000年至2008年6月，平均41.5%中國外匯儲備用於持有美國國債，如果

<sup>4</sup> 所謂的機構債券指的是由美國聯邦或地方政府擔保的企業債券，如去年開始的二房次貸風暴，二房債券即屬於機構債券。機構債券利率較國債為高，甚至高過二十年期國債利率，但相對也有少量風險。

<sup>5</sup> 中國工商銀行從今年初至七月底賣出兩房債券44.5億美元；見於：中國證券報-中證網，搜尋日期：2008年08月27日。中國建設銀行持有的兩房債券餘額由6月底的32.5億美元降至七月底的20億美元左右；見於中國網新聞報導，搜尋日期：2008年08月27日。

採項目更廣的美國債券，則有平均70.15%中國外匯儲備用於持有美國債券。

在此必須說明，各國是由官方或以民間部門購買美國國債和債券的比例有所不同，國債較高比例由他國政府持有，以2007年6月TIC的報告，他國持有美國國債中的73.9%是由政府機構持有，機構債券為57.5%，企業股票債券為3.6%，Equity為8.5%。在金融自由國家，民間部門也能持有美國債券，甚至比例上超過該國政府部門，如英屬澤西島、開曼群島等。但在中國，中國從1994年起實施強制結匯制度，民間部門只能在部分經常帳才能兌匯外幣，<sup>6</sup>資本帳部分至今仍未開放自由結匯。理論上，中國大陸民間部門應不會持有外幣，中國社科院學者張明估計，大陸民間部門通過黑市換匯、旅遊或出國結匯結餘等管道所持有的外匯，應在1000-1600億美元，相對於官方外匯儲備超過18000億美元的規模而言，比例極低。是故合理推論，中國所持有的美國債券，無論是國債、機構債券、企業債券股票和股權Equity，應相當高比例來自官方。

從TIC報告也可佐證此一推論，在其報告中稱中國向美國TIC申報其持有債券的單位有：1.Ministry of Finance. 2.Ministry of Foreign Affairs. 3.Ministry of Foreign Economic Relations and Trade. 4.The People's Bank of China. 5.People's Republic of China State Administration of Foreign Exchange (SAFE)。財政部、外交部、對外經貿部、中國人民銀行和國家外匯管理局皆為政府單位，另外還有Central Huijin Investment Corporate(中央匯金投資有限責任公司)、China Jianyin Investment Securities(中國建銀投資證券有限責任公司)，這兩家名為公司，實際上都是由中國官方出資組建，另外，在2007年9月，中國提撥2000億美元外匯組建中國投資有限責任公司China Investment Corporate，並成立中國主權財富基金Sovereign Wealth Fund，中國投資有限責任公司已將中央匯金投資有限責任公司和中國建銀投資證券有限責任公司納為其子公司，在其下又轉投資中國工商銀行、建設銀行、中國銀行、農業銀行等中國主要國有銀行，而這些國有銀行也參與持有美國債券。是故合理推論，中國所持有的美國債券，無論是國債、機構債券、企業債券股票和股權Equity都來自官方外匯儲備，民間部

<sup>6</sup> 1. 1994年起實施強制結匯制度。

2. 1996年12月，中國接受IMF協定第八條款，允許人民幣在經常帳項目current account基本上可自由交易。

3. 1997年10月，中國開放部分中資企業設立外匯帳戶，保留15%經常帳項目外匯收入；2000年2月，額度調高到30%。

4. 2001年1月，中國放寬勞務收支、觀光、留學等經常帳換匯。

門即便有，比例上也應微不足道。

是故分析中國動用多少官方外匯儲備購買美國債券，應不僅侷限於美國國債，而應同時包括機構債券、企業債券股票和股權Equity在內的所有美國債券。

表一資料看出，就中國持有美國債券占中國外匯儲備比的部分，從2000年6月至2008年6月，除2000年和2008年6月外，其餘皆保持在7成左右，最高時出現在2002年的74.76%，和2006年的74.27%。2008年6月跌至59.64%，從中國社科院世界經濟與政治研究所、商務部國際貿易經濟合作院和北京大學中國經濟研究中心等中國經貿重要智庫的諸多研究報告看出，應是中國對2008年6月前美元疲軟和次貸風暴等因素，使中國減緩增持美國債券速度，但絕對值仍增加中，再加上2007年6月至2008年6月中國暴增近5000億美元外匯的歷史天量，債券/外匯比中外匯基數變大，稀釋了比例。

表一：中國持有美國國債或債券占中國外匯儲備比(單位：億美元)

年份	中國持有美國國債總量	中國持有美國債券總量	中國外匯儲備	持有美國國債占中國外匯儲備比	持有美國債券占中國外匯儲備比
1978.12	0.00	0.05	0.167	0.00%	2.99%
1984.12	0.01	0.14	2.644	0.38%	5.30%
1989.12	2.00	2.00	5.55	36.04%	36.04%
1994.12	180.45	181.80	516.20	34.96%	35.22%
2000.06	859.09	932.48	1585.68	54.18%	58.81%
2001.12	920.09	1343.67	1808.38	50.88%	74.30%
2002.06	964.57	1814.78	2427.60	39.73%	74.76%
2003.06	1471.28	2554.97	3464.76	42.43%	73.74%
2004.06	1942.10	3409.72	4706.39	41.27%	72.45%
2005.06	2978.11	5272.75	7109.73	41.89%	74.16%
2006.06	3722.35	6989.29	9411.15	39.56%	74.27%
2007.06	4772.27	9220.46	13326.25	35.81%	69.19%
2008.06	5038.00	10787.40	18088.00	27.85%	59.64%

註1：中國持有美國國債和中國持有美國債券1978，1984，1989，1994和2001年為當年年底，2000-2008年為當年六月底數據，中國外匯儲備各年數據採計月份與當年持有美國債券月份相同。採記月份有所不同是因美國財政部在2002首度以國別區分它國持有美國公債和債券時，之前年份者只選擇若干時間點公布數據，而在其後成為年度例行報告，而其採記為每年6月份。

註2：數據來源：中國持有美國國債和中國持有美國債券：2007年之前來自美國財政部數據：<http://www.ustreas.gov/tic/shl2007r.pdf> Release dated 2008/04/30/.

註3：2008年數據依美國財政部：FOREIGN PURCHASES AND SALES OF LONG-TERM DOMESTIC AND FOREIGN SECURITIES BY TYPE：[http://www.ustreas.gov/tic/s1\\_41408.txt](http://www.ustreas.gov/tic/s1_41408.txt)由作者自行計算。

表二 2000.06-2008.06年度中國對美貿易順差、持有美國國債、債券增量和外匯儲備增量(單位：億美元)

年份	中國持有美國國債增量 (A)	中國持有美國債券增量 (B)	對美貿易順差 (C)	對美貿易順差 (D)	中國外匯儲備增量 (E)
2000.06-2001.06	61	411.19	830.37	292.6	222.70
2001.06-2002.06	44.48	528.97	872.63	332.9	619.22
2002.06-2003.06	506.71	740.27	1120.48	484.0	1037.16
2003.06-2004.06	470.82	854.75	1370.33	665.2	1241.63
2004.06-2005.06	1036.01	1863.03	1821.81	980.7	2403.34
2005.06-2006.06	744.24	1716.54	2108.42	1275.2	2301.42
2006.06-2007.06	1049.92	2231.17	2443.30	1557.9	3915.10
2007.06-2008.06	265.73	1566.94	2808.30	1647.0	4761.75
2000.06-2008.06 總量	4178.91	9912.86	13375.64	7235.4	16502.32

註：(C)為美方統計資料，(D)為中方統計資料。四捨五入得出<sup>7</sup>。

資料來源：對美貿易順差(C)：2000-2007數據來自美國商務部經濟分析局資料，<sup>8</sup>採記所有商品和勞務貿易總額Balance on goods and services，2008年數據來自美國Census Bureau；<sup>9</sup>對美貿易順差(D)：中國商務部資料

表三 2000.06-2008.06年度中國對美貿易順差增量、持有美國國債增量、債券增量和外匯儲備增量關聯性(單位：百分比)

年份	A/C	B/C	A/D	B/D	A/E	B/E
2000.06-2001.06	7.35	20.85	49.52	140.53	26.82	76.11
2001.06-2002.06	5.10	13.36	60.62	158.90	70.96	186.01
2002.06-2003.06	45.22	104.69	66.07	153.06	92.56	214.26
2003.06-2004.06	34.36	70.78	62.38	128.50	90.61	186.66
2004.06-2005.06	56.87	105.64	102.26	189.37	131.92	245.06
2005.06-2006.06	35.30	58.36	81.41	134.61	109.15	180.47
2006.06-2007.06	42.97	67.39	91.32	143.22	160.24	143.22
2007.06-2008.06	9.46	16.13	55.80	95.14	169.56	289.12
2000.06-2008.06 總量	31.24	57.76	74.11	137.01	123.38	228.08

<sup>7</sup> 美國與中國就雙邊貿易統計出現差距，原因包括雙方就採離岸或到岸貨物價格有所不同，造成1%-10%的統計差距，但雙方最主要統計口徑上的差異是，美方將經香港出口至美國但原始產地為中國者計算進中美貿易額，而中方未將此一部分納入。

<sup>8</sup> [http://www.bea.gov/international/bp\\_web/simple.cfm?anon=75658&table\\_id=10&area\\_id=35](http://www.bea.gov/international/bp_web/simple.cfm?anon=75658&table_id=10&area_id=35)，搜尋日期：2008/9/4。

<sup>9</sup> <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/highlights/toppartners.html>，搜尋日期：2008/9/4。

表三中A/C，B/C代表中國購買美國國債和美方統計或中方統計的中國對美貿易順差對比，A/D，B/D代表中國購買美國債券和美方統計或中方統計的中國對美貿易順差比。比例大於100%者，意謂著購買美國國債或債券金額大於美方統計或中方統計的中國對美國貿易順差金額，即中國通過購買美國國債造成對美金融帳赤字大於貿易所取得的經常帳盈餘，不計其他因素，中國對美國有收支帳赤字，或者稱中國對美國資本淨輸出。反之，若比例不到100%者，同樣不計其他因素，中國對美國有收支帳盈餘數字，或者稱中國對美國資本淨輸入。

就上述四種統計口徑，以最終的2000.06-2008.06總量看，僅B/D，即中方統計中國對美貿易順差總額/中國持有美國債券總額是大於100%，即四種數據中僅有此代表中國對美國收支帳赤字，中國對美國輸出資本2677.46億美元，其餘三種統計口徑都小於100%。其中，個人認為這四種統計口徑中最能反應真實狀況的A/D，即美方統計中國對美貿易順差總額/中國持有美國債券總額，為74.11%，即中國對美國的貿易順差有74.11%通過購買美國各式國債，資金回流美國。另一個B/C，中方統計對美貿易順差/中國購買美國國債比率為57.76%。這兩個數據都接近前中國外經貿部副部長，現任博鰲亞洲論壇秘書長龍永圖在2008年12月16日表示的，中國一直用對美貿易順差中65%左右的外匯購買美國國債。

## 貳、中國資本回流美國比率及與他國比較

中國對美國的資本回流率是否高於其他國家，為求計算口徑的統一和擴大統計範圍，統一從美國商務部的經濟分析局的U.S. International Transactions Accounts Data進行分析，時間皆以1999年1月至2008年3月為統計區間，但子數的原他國持有美國債券擴大為他國對美金融帳Financial account盈餘，金融帳指持有債券外再加上跨國投資、政府和民間債務Liabilities、持有對方國家現金等。

依美國商務部資料，總計1999年1月至2008年3月，中美之間的金融帳/中國對美貿易順差額為10786.05億美元/13726.52億美元，比率為78.58%，中國對美國為收支帳盈餘，中國從美國輸入資本達2940.47億美元。

與上述2000.06-2008.06中國持有美國債券總額/中國對美貿易順差總額，中



國對美國有3462.78億美元資本輸入，後者的1999.01-2008.03金融帳/中國對美貿易順差額，中國對美國有2940.47億美元資本輸入，兩者差距522.31億美元。出現落差的原因有，一是統計時間不完全吻合，二是金融帳較之債券，還須加計美國對中國的直接投資FDI(257.52億美元)、美國購買中國債券(395.85億美元)、Balance on income和Unilateral current transfers等，三是為與其他國家比較上的一致性，後者的中國對美貿易順差額只計算國際貿易中的商品部分，而未計算勞務部分。<sup>10</sup>

金融帳/中國對美貿易順差額高於100%，代表該國對美國資本淨輸出；低於100%，代表該國對美國資本淨輸入。越高者，他國資本回流美國比率越高；越低者，他國資本回流美國率越低。

中國在對美貿易順差國家中的對美資本回流率為何。依2007年對美貿易順差排名前十六位國家，中國排名第四，落後在英國(1574.16%)，德國(107.99%)和情況特殊的義大利，該國是此統計中唯一金融帳部分就出現對美國資本淨輸入。另外，英國和德國也是主要因對美國的直接投資和購買債券，大於其對美貿易順差，造成英、德兩國成為少數對美國資本淨輸出國家。

除英國、德國外，資本回流美國最高者為中國的78.58%，大於日本的73.77%、韓國的56.29%和臺灣的21.75%。

表四 2007年對美貿易順差排名前十六位國家對美資本回流率(單位：億美元)

2007年對美貿易順差國家排名	1999.01-2008.03 該國對美金融帳赤字總額(A)	1999.01-2008.03 該國對美商品貿易順差總額(B)	1999.01-2008.03 商品加勞務	經常帳	B-A	A/B (%)
1.中國	10786.05	13726.52	13482.20	14927.69	2940.47	78.58
2.日本	5380.43	7293.56	5934.92	8359.26	1913.13	73.77
3.墨西哥	558.16	4238.36	3785.20	4727.67	3680.20	13.17
4.加拿大	1489.32	5694.09	4764.99	3041.19	4204.77	26.16
5.德國	3967.79	3674.00	4011.21	3750.37	-293.79	107.99
6.英國	10119.02	642.82	-50.56	1260.02	-9476.2	1574.16
7.委內瑞拉	50.48	1686.98	1462.61	1446.47	1636.50	2.99
8.沙烏地阿拉伯	n.a.	1381.81	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

<sup>10</sup> 美國商務部所發布的與他國貿易皆只計算商品部分，而未納入勞務交易，此與中國的演算法不同。



9.愛爾蘭	n.a.	1441.74	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
10.馬來西亞	n.a.	1591.23	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11.義大利	-327.94	1540.72	1542.79	1342.58	1868.66	-21.28
12.阿爾及利亞	n.a.	604.02	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
13.泰國	n.a.	1041.77	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
14.法國	67.58	1027.33	970.79	833.98	959.75	6.58
15.韓國	734.84	1305.51	1043.35	1084.42	570.67	56.29
16.台灣	302.22	1389.26	1270.38	1510.73	1087.04	21.75

資料來源：美國商務部經濟分析局U.S. International Transactions Accounts Data：[http://www.bea.gov/international/bp\\_web/list.cfm?anon=75772](http://www.bea.gov/international/bp_web/list.cfm?anon=75772)。其中部分數據資料中以區域或集團呈現，如沙烏地阿拉伯和委內瑞拉等集中在OPEC中，有些則未公布。

### 參、中國運用外匯儲備的窘境

中國和其他對美貿易順差的亞洲國家一般，其資本回流美國的最主要途徑仍是通過購買美國債券，亦即其他途徑的購買美國私有資產(private asset)、直接投資等所占的比例，相較於對美貿易順差的歐洲國家，如英國、德國、法國，甚至全球平均來得低。

表五 主要對美貿易順差國家持有美國債券占其擁有美國總資產比例(單位：億美元)

2007年對美貿易順差國家排名	2000.3-2007.6 該國購買美國債券(A)	2000.3-2007.6 該國擁有的美國總資產(B)	A/B (%)
1.中國	8298.15	10786.83	76.93
2.日本	7659.46	8055.49	95.08
3.墨西哥	913.71	1228.23	74.39
4.加拿大	2657.77	4079.28	65.15
5.德國	589.84	3989.18	14.79
6.英國	3868.97	27745.59	13.94
7.委內瑞拉	21.09	126.69	16.65
8.沙烏地阿拉伯	n.a.	n.a.	
9.愛爾蘭	2946.25	n.a.	
10.馬來西亞	235.38	n.a.	
11.義大利	-108.67	16.74	
12.阿爾及利亞	n.a.	n.a.	
13.泰國	102.85	n.a.	
14.法國	1462.06	2692.87	54.29
15.韓國	988.01	1097.33	90.04
16.台灣	689.38	600.77	114.75
全球	62135.43	105428.93	58.94

中國的大量外匯主要以持有美國債券作為儲備形式，已經產生收益上的負面效果。

對內而言，主要是中國央行(中國人民銀行)為買回外匯，通過國有銀行、商業銀行和外貿企業投放大量人民幣，造成大陸貨幣市場流動性過剩，中國央行通過發行公債、提高利率等方式沖銷，導引部分過剩人民幣回籠。但超額人民幣仍造成通貨膨脹，中國社科院學者毛日昇計算指出，2007年中國M2/GDP超過160%，以中國這種開發中國家而言此一比例過高，而僅2008年上半年中國新增2806億美元外匯儲備，為進行外匯購回部分，中國央行就得新增將近1.9萬億人民幣進入市場。<sup>11</sup>中國大陸近幾年CPI指數偏高，部分原因和其他國家一樣的是來自於國際原物料上漲所帶來的輸入型通貨膨脹，另一原因則是大陸超額發行的廣義貨幣所造成。

對外而言，主要是機會成本。如上所述，對美貿易順差的歐洲國家，較高比例的是通過持有美國私有資產和包括併購企業在內的外商直接投資，來達到資本回流美國。但中國極高比例為購買美國債券。

而美國債券的殖利率，以2008年9月4日所發布的數據，國債部分最低的一月期為1.56%，最高的二十年期為4.31%。

表六 2008/9/4美國各式債券殖利率(單位：%)

Treasury constant maturities	
一月期國債	1.56
三月期國債	1.69
六月期國債	1.89
一年期國債	2.04
二年期國債	2.20
三年期國債	2.41
五年期國債	2.87
七年期國債	3.21
十年期國債	3.64
二十年期國債	4.31
三十年期國債	4.27
AAA級機構債券	5.46

<sup>11</sup> 毛日昇：中國外匯儲備激增的成因及負面影響。中國社會科學院世界經濟與政治研究所。見於：<http://www.iwep.org.cn/info/content.asp?infoId=3414>，搜尋日期：2008/9/2。

BAA級機構債券	7.01
企業債券和股票	4.62
傳統房貸利率Conventional mortgages	6.35
平均值	3.568667

資料來源：FEDERAL RESERVE STATISTICAL RELEASE，見於：<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/update/>，搜尋日期：2008/9/7。

表七 2000-2007年美國國債平均利率(單位：%)

國債 期別 年度	一 月 期	三 月 期	六 月 期	一 年 期	二 年 期	三 年 期	五 年 期	七 年 期	十 年 期	二 十 年	三 十 年 期	
2000	n.a.	6.00	6.17	6.11	6.26	6.22	6.16	6.20	6.02	6.23	5.94	
2001	2.47	3.48	3.45	3.49	3.83	4.09	4.56	4.88	5.02	5.63	5.49	
2002	1.63	1.64	1.72	2.00	2.64	3.10	3.82	4.30	4.61	5.43	5.43	
2003	1.02	1.03	1.08	1.24	1.65	2.10	2.97	3.52	4.01	4.96	n.a.	
2004	1.27	1.40	1.61	1.89	2.38	2.78	3.43	3.87	4.27	5.04	n.a.	
2005	3.00	3.22	3.50	3.62	3.85	3.93	4.05	4.15	4.29	4.64	n.a.	
2006	4.75	4.85	5.00	4.94	4.82	4.77	4.75	4.76	4.80	5.00	4.91	
2007	4.41	4.48	4.62	4.53	4.36	4.35	4.43	4.51	4.63	4.91	4.84	
平均	一月期 國債平 均利率	三月期 國債平 均利率	六月期 國債平 均利率	一年期 國債平 均利率	二年期 國債平 均利率	三年期 國債平 均利率	五年期 國債平 均利率	七年期 國債平 均利率	十年期 國債平 均利率	二十年 期國債 平均 利率	三十年 期國債 平均 利率	所有國 債平均 利率
	2.65	3.2625	3.3937 5	3.6885 71429	3.7237 5	3.9175	4.2712 5	4.5237 5	4.7062 5	5.23	5.322	4.0626 65584

表八 2000-2007年美國各式債券和直接投資收益率(單位：%)

債券別 年度	corporate bonds moody's yield AAA(AAA 級機構債 券)	corporate bonds moody's yield BAA(BAA 級機構債 券)	state&local bonds(企 業債券和 股票)	聯邦基金 存款利率	他國對美 直接投資 收益率
2000	7.62	8.37	5.71	6.24	n.a.
2001	7.08	7.95	5.15	3.88	0.9
2002	6.49	7.8	5.04	1.67	2.9
2003	5.66	6.76	4.75	1.13	4.8

2004	5.63	6.39		4.68		1.35	6.2
2005	5.23	6.06		4.4		3.22	6.5
2006	5.59	6.48		4.4		4.97	5.7
2007	5.56	6.48		4.4		5.02	n.a.
平均	AAA級機構債券平均利率6.1075	BAA級機構債券平均利率7.03625	所有機構債券平均利率6.571875	企業債券和股票平均利率4.81625	所有國債、機構債券和企業債券和股票平均利率4.580241376	聯邦基金存款平均利率3.435	他國對美直接投資平均收益率4.5

資料來源：FEDERAL RESERVE STATISTICAL RELEASE，見於：<http://www.federalreserve.gov/Releases/H15/data.htm>，和Survey of Current Business，見於：[http://www.bea.gov/scb/date\\_guide.asp](http://www.bea.gov/scb/date_guide.asp)，搜尋日期：2008/9/7。

各式債券收益率中以國債收益率最低，且國債與其它投資工具相比，僅高於聯邦基金存款平均利率，同時低於他國對美直接投資收益率。國債收益率為4.062665584%，機構債券6.571875%(其中信用評等AAA級為6.1075%，BAA級的為7.03625%)，企業債券和股票4.81625%。若不計權重及交易成本，所有債券的平均收益率約4.580241376%。另外，聯邦基金存款平均利率3.435%，他國對美直接投資平均收益率4.50%。

中國購美國債券收益率加上美元貶值的因素後，獲利率並不如上述帳面上好看。假設，中國在2000年1月，將100億美元外匯購買美國一年期國債並每年續存，至2007年底本利為131.33001億美元。以美元計價獲利31.33%。但考慮美元對人民幣貶值因素，2000年初，一美元兌8.2793元人民幣，至2008年9月8日為6.8455元人民幣，貶值幅度17.23%。美元從2003年初以來不僅對人民幣貶值，對全球主要貨幣亦呈走跌態勢，以國際清算銀行的資料，以2000年做為基礎100，相對全球貿易量前五十二大國家貨幣，至2008年8月，美元的名目有效匯率Nominal effective exchange rate為82.15，實質有效匯率Real effective exchange rate為84.01，<sup>12</sup>貶值約16-18個百分點。以實質有效匯率看，意謂著和2000年相比，美元在國際市場的實質購買力下降近16%。意即以2000-2007年長達7年時間看，假設中國外匯用於購買美國一年期國債，利率扣除美元有效實質

<sup>12</sup> 國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)資料，見於：<http://www.bis.org/statistics/ceer/index.htm>，搜尋日期：2008/9/2。

匯率下跌，淨獲利僅15%左右，換算成淨年利率僅約2%，這也可以解釋為何近年中國持有美國債券中，越來越高比例由國債轉而購相對獲利較高但風險也相對較高的機構債券。

其他對美貿易順差國家，特別是歐洲國家和日本，則有相當高比例以直接投資方式將資本回流美國。1999年至今(2008)年3月，他國直接投資(FDI)美國達17107.57億美元。<sup>13</sup>而同時期中國對美直接投資僅10.22億美元，不到17107.57億美元的千分之一。從表七及表八看，對美直接投資年平均獲利率也不過4.5%，但高於國債的4.06%，且部分資金可在美國境內調度，較可有效避險。

## 肆、中國仍會持續購買美國債券

在此波金融危機中，中國非但不會減持美國債券，反會持續，且幅度更大的購買美國債券，其中又特別以美國國債為主。理由如下：一是維持人民幣匯率穩定；二是維持美元資產。

在維持人民幣匯率問題上，美國一再要求人民幣大幅升值以解決雙方貿易失衡問題，從2005年7月中國啟動匯率改革至2008年底，人民幣對美元升值約16.6%，但顯然美國對此並不滿意。近年來，美國當局，無論是國務院或美國國會都不時傳出以重罰逼迫人民幣升值的聲音，實際上在2008年12月之前的四輪中美戰略經濟對話中，美國商務部長鮑爾森也都例行的要求中國更大程度開放人民幣匯率浮動區間。

美國理解中國通過購買美國債券，是維持美元循環機制的重要支柱，強迫人民幣大幅升值雖將使中國外貿受損，但也不利於中國對美資金回流，是故在中國非但沒有落井下石拋售美元資產，且大量購美國國債，一舉超越日本成為美國最大債權國後，2008年12月的第五輪中美戰略經濟對話，鮑爾森不再強硬要求人民幣升值，而相對溫和宣稱，美方注意到自2005年7月中國實行人民幣匯率形成機制改革以來，人民幣對美元匯率升值約20%，這是「重要的、顯著的」。反倒是中國多次要求其保障其在美投資資產。<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Economic Report of the President, 2008年2月，頁349。見於：[http://www.gpoaccess.gov/eop/2008/2008\\_erp.pdf](http://www.gpoaccess.gov/eop/2008/2008_erp.pdf)。

<sup>14</sup> 中共國家主席胡錦濤在會見鮑爾森時表示，雙方要，既考慮自身的利益，也照顧對方的關切。另外，中共會談代表，國務院副總理王岐山在中美戰略經濟對話開幕式上致辭時表示，希望美方採取一切必要措

所謂美元循環指的是，世界各國商品競相進入美國市場，而美元作為支付手段被各國持有，美貿易順差國家面對本國貨幣供給過剩，貨幣升值壓力，並同時要為這些儲備找出路，最後又唯有購入美元資產，美元作為投資資本通過購買美元資產回到美國，美國國際收支達到平衡。資本流入提供美國政府和企業部門的低利率資金，和國際貿易上相對強勢美元，如此又帶來更大的貿易逆差，形成商品再流入美國-美元流向世界各地-資本流回美國的下一輪迴圈，構建了世界經濟動態均衡模式。美元循環的主要支柱有歐洲美元、日本美元、中國美元和石油美元。

美元循環也使美國經常帳赤字通過金融帳盈餘，兩者之間達成平衡。美國國際收支的經常帳部分，在1982年以後，除1992年外，其餘皆為赤字，且赤字規模在小布希政府時期迅速增加，2006達到最高值的7881.16億美元，2007年稍降，但也達7312.14億美元。1960至2007年美國經常帳赤字累計高達66361.03億美元。但同時期美國金融帳部分，美國擁有他國資產97315.33億美元，他國擁有美國資產161203.69億美元，兩者相抵後資金淨流入63888.36億美元。金融帳盈餘基本上抵銷經常帳赤字。

理由之二是中國維持其美元資產，他國擁有美國資產中仍以債券為最主要，2007年6月底他國擁有美國債券97720億美元，其中由他國官方持有28230億美元，他國民間持有69490億美元。而中國不僅持有量第一，且幾乎為官方色彩的長天期國債和機構債券，中國持有美國債券對美國金融市場的重要性為何，可從下列數據進行討論。

2007年6月底，中國擁有美國債券9220.46億美元，約占他國擁有美國債券總額的9.4%。中國應不足以影響美國金融市場。但進一步分析，他國擁有的97720億美元中，有91360億美元為超過一年以上的長天期債券，其中他國官方持有25670億美元，但同時期美國持有他國長天期債券為62940億美元，長天期債券部分美國淨收入28420億美元，而中國同時期擁有8990億美元長天期債券，占他國官方持有美長天期債券的35.02%。

假設中國全以官方形式擁有美國債券，2007年6月，他國持有美國國債19650億美元，其中由他國官方持有部分為14520億美元，中國同時期持有美國

---

施，穩定經濟和金融市場，確保中國在美資產和投資安全。財政部部長助理朱光耀在會談中表示，中國在美也有大量債券投資，希望美方認真考慮中方關切，切實保護中國投資者利益。

長天期國債4665.4億美元，占他國官方持有美國國債的32.87%。

中國持有美國長天期機構債券的比例更是驚人。2007年6月，他國持有美國長天期機構債券13040億美元，其中由他國官方持有部分為7500億美元，中國同時期持有美國長天期機構債券3763.26億美元，占他國官方持有美國長天期機構債券的50.18%。

2007年6月，他國持有美國長天期企業債券和股票27380億美元，其中由他國官方持有部分為990億美元，中國同時期持有美國長天期企業債券和股票276.25億美元，占他國官方持有美國長天期企業債券和股票的27.90%。

Equity股權部分，中國持有比例並不高，但假設中國皆以官方形式持有，則其占他國官方持有美國股權也不低。2007年6月，他國持有美國股權31300億美元，其中由他國官方持有部分為2660億美元，中國同時期持有美國股權285.19億美元，占他國官方持有美國股權的10.72%。

中國如大量拋售美國債券，立即效果會造成美國債券殖利率走升和美元走貶。美國學者Wayne M. Morrison和Marc Labonte認為，美國債券殖利率走升，會吸引國際資金投入美國債券，降低全球消費需求和提升資金利率，進一步惡化現已不振的國際貿易，對仰賴貿易的中國不利。<sup>15</sup>相對的，美國債券殖利率下降也直接減少中國持有債券的獲利能力，2008年6月底數據，中國持有10787.40億美元債券中，國債為5038億美元，其餘應多為機構債券，其中包括二房債券在內。中國學者張明指出，美國政府宣布接管二房，並投入二千億美元來填補二房的資金缺口，2008年更至少投入一兆美元彌補國內資金缺口，但這將加劇美國政府的財政赤字，可能造成美國國債的信用評級被調降，意謂著中國所持有的5038億美元美國國債殖利率下降。<sup>16</sup>實際上，參照表六、2008/9/4當日美國各式債券殖利率和表八、2000-2007年美國各式債券收益率，即可看出此一趨勢，再加上金融危機以來，美國國債成為國際資金最有保障投資標的物，導致美國國債殖利率不斷下降。

而美元走貶，造成國際原物料價格上揚，因美國消費能力下降導致各國出

<sup>15</sup> CRS Report for Congress: China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy by Wayne M. Morrison and Marc Labonte. November 20, 2008. 見於：<http://fpc.state.gov/documents/organization/99496.pdf> 搜尋日期：2009/1/2。

<sup>16</sup> 張明、鄭聯盛：透視房利美、房地美危機。見於：[http://www.iwep.org.cn/download/upload\\_files/ttyrpr55nv3his455g0acw5520080802151330.pdf](http://www.iwep.org.cn/download/upload_files/ttyrpr55nv3his455g0acw5520080802151330.pdf)，搜尋日期：2008/9/2。

口市場蕭條，以及國際熱錢的四處狙擊等。而這對中國的衝擊更大，最直接的是中國的外匯資產立即縮水，更可怕的是中國的外貿依存度現比日本、德國或新興發展國家的臺灣、南韓為高，國際貿易成長率下降不僅衝擊經濟表現，更直接影響就業、社會及政治穩定。

如果美元疲軟，人民幣相對升值，中國所持美元資產相對貶值，則中國的鉅額外匯積累也會尋求以相對價值上升或下降較少的貨幣進行資產的重新配置。如果亞洲其他國家受人民幣匯率升值的影響也對美元升值，也產生資本流向的改變，國際資本減少持有以美元計價的各種資產，包括國債和其他證券資產，這樣的資本流出的合力效應，將推動美元進一步貶值，相對使人民幣大幅升值，未來中國製產品在國際市場的價格競爭力必將逐步降低，且會影響到中國大陸進出口金額及整體經濟成長表現。<sup>17</sup>

#### 參考書目

1. Peter Evans: *Doubled-edged Diplomacy: International Bargaining and Domestic Politics*. University of California. 1993.
2. Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld: *International Economics Theory and Policy*，中國人民大學翻譯出版。2002年。
3. Robert Gilpin: *Global Political Economy, Understanding the International Economic Order*. Princeton University Press. 2001.
4. Robert Keohane and Joseph S. Nye: *Power and Interdependence: World Politics in Transition*. Boston, Little Brown Company, 1977.

<sup>17</sup> CRS Report RL34742: *The U.S. Financial Crisis: The Global Dimension with Implications for U.S. Policy* by Dick K. Nanto, Martin A. Weiss, James K. Jackson, Ben Dolven, Wayne M. Morrison, William H. Cooper, and J. Michael Donnelly. November 18, 2008. 見於：[http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/United-Sta/CRS\\_The-US-financial-crisis\\_18\\_11\\_08.pdf](http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/United-Sta/CRS_The-US-financial-crisis_18_11_08.pdf)，搜尋日期：2009/1/2。