

·国际问题探索·

中国购买美国国债:来源、收益与影响

宋国友

(复旦大学 美国研究中心, 上海 200433)

[摘要] 本文在历史回顾和数据分析的基础上,重点从来源、收益和影响等方面对中国购买美国国债进行了较为深入的研究。研究表明,主要源于对美贸易顺差的外汇储备是中国购买美国国债的重要资金来源。尽管有着较好的流动性和安全性,但与其他投资方式相比,中国购买美国国债的收益率并不高。此外,中国目前持有的美国国债,无论是以总额或者比例衡量,都没有决定性的影响,因此不对美国金融市场造成威胁。总体而言,中美在金融关系方面还是一种不对称的依赖关系,中国对此必须要有清醒的认知。

[关键词] 外汇储备 美国国债 中美金融关系

中美金融关系不仅是中美经贸关系的重要组成部分,而且也是对国际货币体系的发展日益产生影响的重大因素。目前学界对该领域的研究主要集中于人民币升值、双边贸易失衡以及两国在东亚货币一体化的作用等方面,对于中国购买美国国债的研究则相对较少。实际上,由于中国购买美国国债数量较大,其影响不仅仅表现在经济金融层面,还外溢至政治领域,同样是具有重大理论和政策意义的现实问题。

鉴于购买美国国债在中美经贸关系中的重要性,本文将以数据为支撑对中国购买美国国债问题进行深入研究。

一、中国购买美国国债的历史回顾

自中美关系正常化以后,中国购买美国国债的历程大致上可以分为四个阶段。第一阶段从1972年到1985年初。这一阶段中国由于缺少外汇,并且不熟悉美国金融市场,因此没有购买美国国债。第二阶段从1985年到1993年底,中国虽已开始购买美国国债,但数额较少,绝大多数时候的月份购买额在10亿美元以下。而且这一阶段中国购买美国国债主要以短期持有为主,买入美国国债之后便会迅速交易,因此并没有形成大的持有量。第三阶段从1994年到1999年底,这一阶段的特征是中国对美国国债的月度购买额开始大量增加,绝大多数月份的购买额都维持在10亿美元以上。此外,对美国国债的总体购入量超过对其的出售量,因此产生了大量结余。

[收稿日期] 2008-03-18

[作者简介] 宋国友,博士,复旦大学美国研究中心讲师。

* 本文系国家哲学社会科学创新基地重大项目“中国、美国与变化中的亚太地区秩序”(项目批准号:05FCZD0014)的阶段成果,同时受上海哲学社会科学基金的资助(2007EG001)。

大致上,美国债券市场上存在四种类型的债券:由美国财政部发行的政府债券、由美国联邦所属机构发行的政府机构债券、由美国地方政府发行的市政债券以及由美国企业自行发售的企业债券。通常所谓的美国国债单指第一种类型,而不包括后三种。

本文所引用的美国国债数据(包括中国购买的美国国债数据),如不加以特别说明,均来自美国财政部 Treasury International Capital (TIC) 各期统计数据。

2000年初到现在构成第四阶段,这一阶段主要有两大特征。其一,购买量大。中国对美国国债的月度购买额在大多数月份都超过百亿美元,个别月份超过200亿美元甚至300亿美元。例如2003年3月,中国购买的美国中长期国债就达到358亿美元。其二,虽然中国在购买美国国债的同时也在不断出售,但总体而言美国国债的出售量大大少于其购买量,这就造成了中国持有大量美国国债情况的产生。

所以,中国对美国国债的大量持有主要发生在第四阶段。事实上,直到1994年,中国持有的美国国债数量尚不到160亿美元,即使到了2000年,也不过600亿美元。但自2001年后这一数字开始迅速增加,2001年到2006年对美国国债的持有额分别为786亿美元、1184亿美元、1590亿美元、2229亿美元、3109亿美元和3969亿美元。到了2007年底,中国持有的美国国债已经攀升至4776亿美元。正是由于最近几年对美国国债持有量的迅速增加,中国已经成为仅次于日本的美国第二大国债持有国。从中国持有美国国债的构成来看,中长期国债是其主要组成部分,而短期国债占全部国债的份额并不多。中国购买的美国国债以中长期为主,必须等到一定的年限之后才能交易,这也是造成中国持有美国国债总量越来越多的一个重要原因。

二、外汇储备增加、对美贸易顺差与购买美国国债

中国外汇储备的急速增加是导致中国持有美国国债增加的直接原因。从中国外汇增长的演变来看,1980年之前,中国的外汇储备极少。1973年和1980年的外汇储备甚至为负值。20世纪80年代及其以后,中国外汇储备开始增加。但外汇储备的增加幅度并不明显,这主要是因为在整个80年代,中国的外汇储备主要依靠外国对华直接投资。至于对外贸易,中国大多数年份还处于逆差阶段。所以总的来说,该阶段中国外汇储备虽有增加,但增加幅度并不高。

1994年后,中国外汇储备情况发生了重要变化。其一,外国对华投资还在大量增加。其二,自该年起,中国的对外贸易巨额顺差情况开始持续出现。其三,1994年年初,中国在对资本与金融项目实行严格管制的同时,对经常项目实施强制的结售汇制度。所有这些原因共同造成了中国外汇储备迅速增加。2000年之后,中国的外汇储备更是以年均1500亿美元的速度积累。

在对中国外汇储备的增加进行历史分析的基础上,结合中国对美国国债的购买情况,可以非常清晰地看出前者对后者的重要性。中国外汇储备越多,中国购买的美国国债越多。表1列出了2000年后两者之间的关系。

表1 中国外贸顺差及持有美国国债情况(2001-2007)

(单位:亿美元)

年份	中国持有的美国国债(A)	中国外汇储备(B)	持有美国国债增量(C)	中国外汇储备增量(D)	A/B	C/D
2007	4776	15282	807	4619	31.2%	17.4%
2006	3969	10663	860	2475	37.2%	35.2%
2005	3109	8188	880	2089	37.9%	42.1%
2004	2229	6099	639	2067	36.6%	30.9%
2003	1590	4032	406	1166	39.4%	34.8%
2002	1184	2864	398	743	41.2%	53.6%
2001	786	2121	183	466	37.1%	39.2%

注:中国持有美国国债金额为当年年末数据。

数据来源:中国持有美国国债:美国财政部数据;中国外汇储备:国家外汇管理局数据。

一般把一年以内的国债称为短期国债,而一年以上的国债则是中长期国债。美国国债的期限最长可达到30年。

1973年和1980年中国的外汇储备分别为-0.081亿美元和-1.296亿美元。参见中国外汇储备局网站。

冯用富:《中国外汇储备的规模与运用——兼论汇金公司的利弊》,《经济动态》2006年第10期。

从表 1 可以获得两个重要结论。第一,从总量看,中国使用外汇储备的一个重要渠道是购买美国国债。到 2007 年末,中国外汇储备中的 31.2% 被用于购买美国国债。换言之,有超过三成的中国外汇储备以美国国债的形式存在。在 2002 年,这一数字甚至超过四成。第二,从增量看,从 2001 年到 2006 年,每年中国都有超过三成的外汇储备增量用于购买美国国债。在 2002 年,这一比例甚至超过一半,2005 年也超过四成。近 6 年平均下来,中国外汇储备增量的 39.3% 被用于购买美国国债。只是在 2007 年,由于中国外汇储备的迅猛增加,该年用新增外汇储备购买美国国债的比例才下降至 17.4%。

近几年来,中国对美贸易连年出现巨额顺差。那么,对美贸易巨额顺差与中国购买美国国债之间的关系为何?笔者也通过表 2 对此进行了考察。由于中美双方对于贸易数据的统计存在着相当大的争议,为了更好地阐述问题,笔者分别列出了中方和美方的双边贸易统计数据。

表 2 中国对美贸易顺差与购买美国国债(2001 - 2007)

(单位:亿美元)

年份	对美贸易顺差 (A)	对美贸易顺差 (B)	中国外汇储备 增量(C)	持有美国国债 增量(D)	D/A	D/B
2007	2562	1633	4619	807	31.4%	49.4%
2006	2325	1442	2475	871	37.5%	60.4%
2005	2016	1141	2089	880	43.6%	76.9%
2004	1619	803	2067	639	39.5%	79.4%
2003	1240	586	1166	406	32.8%	69.4%
2002	1030	427	743	398	38.6%	93.4%
2001	831	281	466	183	33.8%	64.9%
总额	11623	6313	13625	4184	36.0%	66.2%

注:(A)为美方统计数据,(B)为中方统计数据。四舍五入得出。

数据来源:对美贸易顺差(A):美国商务部数据;对美贸易顺差(B):中国商务部数据;美国国债:美国财政部数据。

表 2 说明了如下两个重要结论。第一,对美贸易顺差是中国外汇储备的重要来源,如果根据美方的统计,2001 年到 2007 年底,中国总共从对美贸易中获取了 11623 亿美元的外贸顺差,而同期中国外汇储备的增量为 13625 亿美元。对美贸易顺差占中国外汇储备的增量的 85% 左右。即使按照中方的统计结果,对美贸易顺差(6313 亿美元)也要接近同期中国外汇储备增量的一半。第二,从对美贸易顺差和购买美国国债之间的相互关系看,中国每年都对从对美贸易中获得巨额顺差,虽然中国并未把来源于对美贸易顺差所获得的外汇储备都用于购买美国国债,但毫无疑问,购买美国国债是一个重要去向。事实上,如果按照美方的顺差统计,2001 年至 2007 年年间,中国对美顺差中平均有 36% 用于购买美国国债。而按照中方数据,这一比例是 66.2%。

从表 1 和表 2 出发,可以得出这样一个结论,即中国对美贸易的顺差是中国外汇储备增加的最为关键原因之一,而中国使用巨额外汇储备的重要途径是购买美国国债。

三、中国购买美国国债的收益

使用外汇储备购买美国国债,其收益率如何?这是必须重点研究的一个问题。根据各期美国国债利率来对此进行计算是最直观的方法,但却不是最正确和全面的方法。因为该方法实际上只

计算了美国国债的名义收益,而忽视了其他各种可能严重影响美国国债最终收益率的重要因素。

笔者认为,如要准确衡量和比较中国购买美国国债的收益率,除了要考虑名义收益外,还应从如下两个角度对其进行衡量:第一,扣除美国通货膨胀以及美元汇率变动等两大因素后的美国国债收益;第二,与在美直接投资的收益、购买美国公司债券的收益以及联邦基金利率所代表的存款收益等指标进行比较后得出的相对收益。前者表明了购买美国国债的实际收益,后者反映了购买美国国债的机会成本收益。表3列出了考察购买美国国债实际收益和相对收益所需要的一些基本指标。需要说明的是,不同期限的美国国债的收益率并不相同,为了更加全面地显示中国购买美国国债的整体情况,表3还列出了3月期、1年期、3年期、10年期以及20年期等各种主要期限的美国国债的利率。

表3 中国投资美国国债收益比较分析(2001 - 2007)

(单位:%)

年份	美国 CPI	美元汇率	对美 FDI 收益率	公司债券 利率	联邦基金 利率	3 月期 国债利率	1 年期 国债利率	3 年期 国债利率	10 年期 国债利率	20 年期 国债利率
2001	2.8	5.4	0.9	7.08	3.88	3.40	3.45	4.09	5.02	5.63
2002	1.6	0.6	2.9	6.49	1.67	1.61	1.72	3.10	4.61	5.43
2003	2.3	- 6.0	4.8	5.67	1.13	1.01	1.08	2.10	4.01	4.96
2004	2.7	- 4.6	6.2	5.63	1.35	1.37	1.61	2.78	4.24	5.04
2005	3.4	- 2.6	6.5	5.24	3.22	3.15	3.50	3.93	4.29	4.64
2006	3.2	- 2.0	5.7	5.59	4.97	4.73	5.00	4.77	4.8	5.00
2007	2.8	- 4.7	—	5.56	5.02	4.41	4.48	4.35	4.63	4.91
年均	2.68	- 1.98	4.5	5.89	3.03	2.81	2.97	3.59	4.51	5.08

注:消费者价格指数(CPI),1983 = 100;美元汇率采用广义名义美元指数衡量,1997 = 100,正数为升值,负数为贬值;美国公司债利率,Moody's Yield on Seasoned Corporate Bonds - All Industries, AAA;对美直接投资收益系外国对美所有直接投资的平均收益率,缺2007年数据。

数据来源:CPI, *Economic Report of the President 2007*; FDI, *Survey of Current Business*, 2005 - 2006;美元汇率、公司债券年收益率、联邦基金利率以及各期美国国债利率均来自 Federal Reserve Statistical Release。

第一,购买美国国债的实际收益。如上所述,这个指标主要受美国CPI和美元汇率变动等两大因素的影响。在其他条件不变的情况下,CPI增长率越高,则美国国债的实际收益率越低。而美元汇率变动的意义在于,在其他条件不变的情况下,如果美元升值,则美国国债的实际收益增加;如果美元贬值,实际收益将减少。

从2001到2007年,美国的CPI总体而言处于温和状态,并未出现失控情况。CPI增长速度最快的2005年也只有3.4%,并非不能接受。这一阶段美国年均CPI增长率为2.68%。这一数字对于购买美国国债的意义在于,美国国债的名义利率必须高于2.68%才可获得正的收益。从各期美国国债的利率情况看,3月期的国债平均收益率为2.81%,略高于CPI的涨幅。从美元汇率走势看,小布什政府上台后为改善美国国际收支,实际推行的是“弱势美元”政策,该政策客观上导致了美元的贬值。数据表明,除2001年和2002年的美元汇率因为受克林顿政府“强势美元”政策的惯

为了增加比较的针对性,这里只列出对美金融投资所采取的主要方式并进行比较,而没有考虑在其他国家的其他投资方式。

本文用美国消费者价格指数(CPI-U)来表示美国的通货膨胀率。

性影响而走强外,从2003年起,美元便一直处于贬值通道。从2001年到2007年,美元汇率年均贬值达到1.98%。这个数字意味着考虑到美元贬值因素,美国国债的年均实际收益率要比名义利率减少1.98%。如果把美国的CPI增长和美元汇率贬值两个因素综合起来,美国国债的年均名义利率要达到4.66%(2.68%+1.98%)以上,才可获得正的收益。

美国国债的名义利率可以确保实现正的收益吗?表3显示,包括10年期及其以内的国债利率(4.51%)都要低于4.66%。这表明这些期限的美国国债实际上都无法获得正的收益。事实上20年期的美国国债平均利率(5.08%)才高于这一指标,但超过的幅度并不显著。

第二,购买美国国债的相对收益。美国国债的实际收益要根据国债的具体期限才能确定,那美国国债的相对收益又如何呢?对美直接投资收益以及购买美国公司债券的收益是两个非常好的参照系。有学者的研究表明,外国对美FDI的收益率较高,年均达到4.5%。这个数据要超过大多数期限的美国国债利率。实际上,购买10年期的美国国债的收益率才与对美直接投资的收益相当。购买美国公司债券的收益更高,年均收益接近惊人的5.9%。这个收益要超过同期所有年限的美国国债收益。除了上述两个重要参照指标之外,第三个可以衡量购买美国国债的参照标准是在美国商业银行的定期存款利率。考虑到美国并没有全国统一的固定利率,各家银行可以根据自身情况对存款利率进行自主选择,所以本文选取联邦基金利率作为美商业银行存款利率的参考标准。如表3所示,从2001年到2007年,该利率的年平均值为3.93%,与1年期美国国债利率相当。换言之,不管中国把外汇储备存入美国银行,或者用其购买美国国债,收益相差无几。但前者的流动性要比后者大得多。

四、对美国的影响:并不形成威胁

中国持有美国国债的持续增加在美国引起了很大的争议。争议的焦点在于中国持有的这些国债是否对美国的经济构成威胁。有不少美国政界和学界人士对这个问题的回答是肯定的。他们的论据主要分为两种。第一,中国购买的美国国债数量已经足以对美国的经济造成威胁。第二,中国频繁在市场上抛售美国短期国债,导致美国金融市场的剧烈波动。

1. 中国购买的美国国债数量巨大,威胁美国经济

持此种观点的人认为,中国这几年有意购买了大量的美国国债,这不仅仅是基于商业考虑,还有政治动机在内。一旦中美之间发生冲突,中国持有的美国国债会成为其攻击美国、损害美国经济的有力武器。这种论断无论是从意图还是从能力来衡量,多少都有点夸大其词。

从意图而言,中国并没有利用所持美国国债破坏美国经济的想法。2007年8月,英国《每日电讯报》曾报道说中国将会把抛售美国国债作为回应美国对华经济制裁的武器。对此,中国人民银行有关负责人迅即回应“包括美国政府债券在内的美元资产,是我国外汇储备投资的重要组成部分”,并明确表示“中国是国际金融市场上负责任的投资者。”

即使认为国家意图难以捉摸因此并不可信,而必须从国家能力角度考察国家的行为,那么从中国购买的美国国债数量上分析,也很难得出中国所持有的美国国债能够威胁美国经济的结论。表

William R. Cline, *The United States as a Debtor Nation*, Washington, DC: Institute for International Economics, 2005.

所谓联邦基金利率,即美国商业银行隔夜拆借利率。关于联邦基金利率,可参见林达·艾伦:《资本市场与机构》,王闻等译,北京:中国人民大学出版社,2003年,第321-325页。

美国在国债问题上质疑中国的动机,部分反映了美国对华经济战略的调整。关于此点,可参见宋国友:《从贸易到金融:美国对华经济战略的转变》,《现代国际关系》2007年第4期。

最新的关于美国学者对于中国购买美国巨额国债的指责,可参见 Peter Navarro, *The Coming China Wars: Where They Will Be Fought and How They Can Be Won* (NI: FT Press, 2007).

Ambrose Evans-Pritchard, "China Threatens 'Nuclear Option' of Dollar Sales," *Telegraph* 7 August, 2007.

“央行就西方媒体称中国‘威胁实施抛售美元’答问”,新华网北京2007年8月12日电。

4 总结了 2000 年开始的外国政府持有美国国债的情况。

表 4 中国持有美国国债情况 (2000 - 2007)

(单位:亿美元)

年份	美国政府 国债总额	外国持有的 美国国债金额	中国	日本	英国	中国占美国国债 总额的比例	中国占外国 持有的比例
2007	92292	23528	4776	5812	1574	5.2 %	20.2 %
2006	86802	21448	3980	6227	737	4.6 %	18.6 %
2005	81704	20350	3109	6690	1460	3.8 %	15.9 %
2004	75961	18493	2229	6899	958	2.9 %	12.1 %
2003	67832	15231	1590	5508	822	2.3 %	10.4 %
2002	62282	12356	1184	3781	804	2.0 %	9.6 %
2001	58075	10401	786	3179	450	1.3 %	7.5 %
2000	56221	10152	603	3177	502	1.1 %	5.9 %

注:皆为当年年末数据。

数据来源:美国政府国债总额和外国持有的美国国债金额:美国财政部数据;中国、日本和英国持有的美国国债金额:美国财政部数据。

通过表 4 可知,中国购买美国国债的数量以绝对值衡量固然增加迅速,但中国占美国国债的份额并未相应增长。有两大因素限制了中国购买美国国债份额的增加:

第一个因素是美国政府发行的国债总量在增加。自小布什政府上台以来,已经先后 5 次提出要求增加美国政府法定国债限额的要求,并都获得了美国国会的批准。与提高国债限额相对应的,是美国政府发行的国债总额也在迅速增加。2000 年,美国政府发行的国债总额尚为 56221 亿美元,但到了 2007 年,这一数字达到了 92292 亿美元,与 2000 年相比增加了 36071 亿美元。由于国债总额增加,中国在其中所占的份额提升并不特别显著。

第二个因素是其他国家购买的美国国债数量也在增加。例如,日本持有的美国国债从 2000 年的 3177 亿美元增加至 2007 年底的 5812 亿美元,增加了 2635 亿美元。另外,作为美国国债第三大持有国的英国,近几年所持有的美国国债数量总体而言也在迅速增加。在上述两大原因的共同作用下,中国在美国国债市场上的份额并不突出。以比重最高的 2007 年为例,中国在美国国债总额的比重只有 5.2%,占外国持有美国国债的比例也只有 20.2%。如此比重虽可以对美国经济造成影响,但很难造成真正的重大影响。

事实上,近期中国持有美国国债的变动情况也证明了此点。自 2007 年 7 月底持有美国国债达到创记录的 4800 亿美元之后,中国政府便一改以往持续购入美国国债的趋势,而转为逐月减持。到 2007 年 11 月,中国政府持有的美国国债回落至 4589 亿美元。与 6 月份相比,持有额减少了 211 亿美元。尽管从绝对值而言,这一减持规模并不算少,但由于英国同时大量增加了对美国国债的购买,外国政府对美国国债的购买总额因此不减反增。中国出售国债的市场行为没有对美国国债造成太大影响,并不会出现所谓的羊群效应下的抛售行为。

2. 中国频繁抛售短期美国国债,扰乱美国金融市场

布什政府在 2002 年、2003 年、2004 年、2006 年和 2007 年分别提出增加国债法定限额的要求,在获得国会批准之后,美国法定国债限额也因此从此前的 5.95 万亿美元变为 6.4 万亿美元、7.4 万亿美元、8.18 万亿美元、8.96 万亿美元以及最近的 9.8 万亿美元。

2007 年 12 月份又增至 4776 亿美元。

2007 年 6 月,英国持有的美国国债为 498 亿美元,但此后开始大量购买,达到同年 12 月底的 1574 亿美元。

美国国内对于中国购买其国债的另一个指责是,中国频繁地抛售美国短期国债扰乱了美国的金融市场。美中经济和安全审议委员会委员特里克·马洛伊就曾对此进行过激烈批评。2007年3月,美国股市大跌。民主党总统候选人希拉里参议员也将原因主要归咎于中国,并专门就此致函财长保尔森和美联储主席伯南克称:“包括中国在内的其他国家持有如此多的美国国债,这正是市场波动的最大源头。”但事实并非如此。表5列出了相关数据以进行说明。

表5 部分国家持有美国短期国债情况(2002-2006)

(单位:亿美元)

年份	美国短期国债总额	日本数额及比例	法国数额及比例	英国数额及比例	俄罗斯数额及比例	中国数额及比例
2006	4121	848(20.6%)	135(3.3%)	157(3.8%)	682(16.5%)	171(4.1%)
2005	4755	997(21.0%)	101(2.1%)	162(3.4%)	620(13.0%)	397(8.3%)
2004	5882	1210(20.6%)	150(2.6%)	162(2.8%)	396(6.7%)	181(3.1%)
2003	6020	1229(20.4%)	160(2.7%)	193(3.2%)	313(5.2%)	35(0.6%)
2002	6154	1076(17.5%)	175(2.8%)	132(2.1%)	216(3.5%)	127(2.1%)
平均	5386	1072(19.9%)	144(2.7%)	161(3.0%)	445(8.3%)	182(3.4%)

注:表中的各种美国短期国债数据均为当年6月30日的数据,括弧内为该国占美国短期国债总额的比例。四舍五入得出。

数据来源:“Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities as of 6/30/2006”, Department of the Treasury, May 2007.

美国财政部的数据显示,中国2002年至2006年持有的美国短期债券数额分别为127亿美元、35亿美元、181亿美元、397亿美元和171亿美元。从数据看,中国购买的短期国债数量变动幅度确实不小。这并不表明中国所持有的短期美国国债能对美国资产价格或利率产生重大影响,并因此能扰乱美国金融市场。原因在于中国持有的短期国债比例实在很低。2005年,中国持有的美国短期国债金额最多,但其在全部美国短期国债中的比重只有8.3%。平均而言,中国持有的美国国债只占美国全部短期国债的3.4%左右。中国购买美国国债的资产组合中,超过一年的中长期国债构成最重要的组成部分,而按照规定,这些国债通常要到一定年限之后才能出售。

可以作为比较的是,美国国债的第一大债权国日本同时也是美国短期国债的最主要持有国,每年平均持有的短期美国国债平均在千亿美元左右,这一数字占到美国全部短期国债的近五分之一。如果说有国家能对美国的短期国债形成某种程度的垄断,这个国家应该是日本而不是中国。另外,如果从短期国债持有量的变动绝对幅度分析,俄罗斯的变动幅度也要大大超过中国,从表5可知,其持有美国短期国债2002年只有3.5%,但2006年这一数值上升为16.5%。

五、简要的结论

购买美国国债是中国使用巨额外汇储备的最主要方式之一。由于购买数额较大,这一问题日益成为中美两国瞩目的焦点。本文基于数据对这一问题进行了探讨,并得出如下初步结论:

第一,中国购买美国国债的收益率尚有待提高。无论是以购买美国国债的实际收益衡量,还是以购买美国国债的相对收益衡量,用外汇储备购买美国国债所获得的收益并不算高。另外,如果考虑到人民币加快升值以及美元全球范围内的贬值等因素,购买美国国债所产生的收益实际上会进一步降低。在此情况下,中国购买美国国债时不能只基于安全性和流动性,还要适当地考虑盈利

“希拉里竞选矛头指向中国,要美国采取强硬行动”,《环球时报》,2007年3月28日,第2版。

性。事实上,中国成立中国投资公司,已经表明了中国正基于收益率来重新考虑如何使用巨额外汇储备。可以预见,如果美国国债的收益率不能保持合适的水平,中国购买美国国债的总额不仅不会像过去几年那样迅速增加,反而有可能下降。

第二,中美之间并未形成“金融恐怖平衡”。美国前财政部长劳伦斯·萨默斯曾将中美之间的金融关系描述为“金融恐怖平衡”,意为美国向中国提供了巨额贸易顺差,而中国使用贸易顺差来购买美国国债,两者相辅相成。这导致了一方面美国不敢对华实施贸易制裁,而另一方面,中国为了确保美元汇率的稳定,必须大量购买美国国债。

但本文的分析表明,中美之间的金融关系更像是一种不对称的依赖关系,而非一种平衡的关系:一方面,对美贸易顺差是中国外汇储备的最重要来源,而巨额外汇储备又是保证中国可以大量购买美国国债的前提条件;另一方面,中国拥有的巨额外汇储备即使被用于购买美国国债,但这些美国国债并不能对美国的资产价格和利率水平形成重大影响。如果单从中美之间的这种资金传导和影响来看,在金融领域总体而言中国需要美国要远多于美国需要中国。

第三,作为第二点结论的自然延伸,可以得知中国购买美国国债没有威胁也无法威胁美国的金融市场及美国经济。虽然中国近年购买的美国国债增加明显,但客观地说,无论是以购买的总额来衡量,或者是占美国全部国债总额中的比重来衡量,中国目前所持有的美国国债还不足以对美国国债市场产生重大影响,更不用说对美国金融市场造成严重威胁了。如果考虑到英国、日本等国家和美国的特殊关系,以及这两个国家所持有的美国国债数额,这一结论将更为明显。

最后必须要说明的是,随着功能性问题日益成为影响中美关系走向的重要因素,特别是考虑到中美关系中“经贸纷争常态化”以及“美国对华经贸政策安全化”的趋向,包括中国购买美国国债在内的金融议题未来将会在两国关系中扮演越来越重要的作用。中美双方要在维护各自国家利益的前提下对此充分重视和妥善处理,防止其成为制约两国关系顺利发展的负面因素。

China's Purchase of American Treasury Securities: Source, Profit and Impact

SONG Guo-you

(Center for American Studies, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper studies China's purchase of American treasury securities on the base of data analysis, focusing on the source, profit and impact. The conclusion shows that the growth of its foreign reserve is the main impetus for China to buy American treasury securities. The return rates of the purchase, however, is not attractive. Moreover, China's holding of American treasury securities does not threaten the U. S. monetary market or economy in terms of total amount and proportion. Generally speaking, the financial relation between China and America is not quite symmetrical as China is much more dependent on America, which should be recognized.

Key words: foreign exchange reserve; treasury securities; Sino-U. S. financial relation

[责任编辑 吕晓刚]

Fredrick Kempe, "U. S., China Stage an Economic Balancing Act," *The Wall Street Journal* 28. 3(2006).

宋国友:《中美经济相互依赖及其战略限度》,《现代国际关系》2007年第5期

吴心伯:《中美经贸关系的新格局及其对双边关系的影响》,《复旦学报》2007年第1期。