

## 如何观测中国储备资产中的美元资产？

### 核心要点：

**为什么关注储备资产中美元资产的变化？** 中国储备资产的美元资产数据中最常在媒体中出现的**就是“中国在美国直接托管的美国国债金额”**，这一数字在2023年10月降至约7696亿美元，比2021年3月份1.1万亿美元的近年高点降低了30.1%，似乎显示中国在美国国债价格下跌的背景下同时显著减持了美国国债。虽然如此，储备资产的美元资产中的国债不仅存在“托管”情况，还包括国债以外的类别，因此**不能仅以中国直接持有的美国国债数额“以点代面”地推断美元资产整体的变化。**

**可以从哪些数据来源估量中国官方持有的美元资产？** 中国自身披露的官方储备资产并未区分美元和非美元资产。**外汇管理局披露2014至2018年间，中国官方美元资产占比一直在57%到59%的范围内，因此可以推断中国近年来的美元占储备和其他外币资产的比例接近60%。**美国财政部和美联储也对外国主体持有美国资产的比例进行统计，其中最重要的就是“财政部国际资本”（TIC）调查和美联储的加强金融账户中的证券投资数据。TIC数据中在新闻报道里最频繁出现的就是外国主体在包括联邦储备银行、纽约银行、摩根大通银行和道富银行这些官方托管人处持有的美国国债，但这一数据并不全面。**其他TIC和美联储数据显示，中国官方的美元资产除了美国国债外还有公司债、机构债、股权投资和存款等，近期占比上升至外债的20%左右。**

**中国持有的美国国债降幅预计有限：**中国持有的美国国债并不全部直接托管在美国机构中，出于多元化投资和分散风险等考量也会通过其他国家的托管服务间接持有美国国债，比如位于布鲁塞尔的“欧洲清算银行”（Euroclear）和卢森堡的明讯银行（Clearstream）。**我们可以得出“中国外汇储备和其他外币资产的44%大致等于TIC统计的中国直接持有的美国国债加上卢森堡与比利时时代持有的85%”的规律。**以此估算出的中国持有美国国债总金额可能在1.3至1.4万亿美元左右，比疫情前1.5万亿左右的水平有所下降，但并没有TIC数据表面反映的从2021年初的1.1万亿到2023年10月的7696亿美元那么严重。同时，中国持有美国国债金额的下行与国债在美联储加息导致收益率上行后自身价值出现减损有关。不过，在2021年后中国持有美国国债整体缓慢降低的趋势依然明显，这表明中国储备资产多元化的进程仍在继续。

**中国持有的美元资产整体稳定，企业债、机构债和权益价值的上升对冲了国债价值的下行：**在中国持有的美国国债缓慢下降的情况下，美元资产的配置更多偏向于非政府债务和权益资产：首先，中国持有美国的长期公司和机构债务2017年后整体呈现上行趋势，从1600亿美元左右连续上行至美国新冠疫情爆发前的2600亿美元，随后出现回落；但自2022年开始，中国重新增加了相关债务的购买，在2023年中的持有金额达到了2700亿美元。股权方面，中国持有的美国长期股权价值从2015年8.11汇改后开始下滑，2016年中至2020年3月前相对稳定，但随后持续增长，规模从1800亿美元左右上升至2900亿美元。**总体上，中国持有的主要美元资产包括短期和长期美国国债（直接持有和代持）、公司债和机构债、股权和存款，将这些项目加总的数额自2018年以来整体略高于2万亿美元，趋势和中国储备资产和其他外币资产价值的60%比较匹配，这也侧面印证了中国持有的美国国债部分是其他国家代持的。**

在地缘政治、贸易和便利性等影响下，储备资产的多元化短期仍有动力，不过也需要认识到：

（1）中国的美元资产比例在长期调整下已经低于世界平均水平，在美元体系下进一步猛烈减少美元资产则需要找到稳定合适的替代品，在黄金以外的新型稳定资产出现前，中国的美元资产可能较难大幅降低。（2）从长期配置角度考虑，中国在美元显著升值时有动力增配其他非美元储备资产，而在美元进入贬值周期时则倾向于增配美元资产，在美联储2024年大概率进行货币政策转向并带动美元走弱的背景下，这种“固定比例投资组合”的思路是否依然适用也有待观察。

### 分析师

章俊

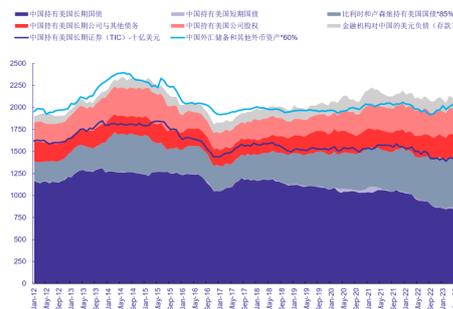
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

### 中国持有的美元资产整体较为稳定（十亿美元）



资料来源：TIC、FRB、Wind，中国银河证券研究院

### 风险提示：

1. 美国数据口径与中国不一致的风险
2. 对中国托管的美国国债规模估算不准确的风险
3. 对中国储备资产的构成理解不全面的风险

美国财政部数据显示，截至 2023 年 10 月，中国在美国直接托管的美国国债金额降至约 7696 亿美元，比 1 月份的 8593 亿美元降低了 10.4%，比 2021 年 3 月份 1.1 万亿美元的近年高点降低了 30.1%，这似乎显示中国在美国国债价格下跌的背景下同时显著减持了美国国债。同期，中国官方储备资产中黄金的价值和数量均明显上行，价值较 1 月份增加 204 亿美元，数量增加 646 万盎司。以上数据似乎勾勒出储备资产中美元资产的稳步下行和其他资产类别的提升。不过，从美国“财政部国际资本”（TIC）等数据视角来看，中国储备资产中的美元类资产并未出现特别显著的萎缩，这主要反映出：（1）中国持有的美国国债资产不完全直接反映在美国财政部托管数据的国别之下，部分有资产代持业务国家的美债数额中间接反映了中国的份额。（2）除美国国债外，中国也持有大量的美国公司与机构债务以及股权资产，这部分资产近年来并没有减少，还出现了边际增加。总体来看，TIC 和美联储数据勾勒出中国美元资产总量在 2015 年下行后可能整体维持在 1.9 万亿美元上方，即使在疫情后也未显著下降。当然，由于中国储备资产数据并未公布细致的分项，通过 TIC 和美联储调查体现和估算的中国持有美元资产会存在一定误差，但这部分数据的确不支持中国大量减持美元资产的叙事。

图 1：美联储和 TIC 主要国家托管的美债金额

投资者当月持有美债规模 (十亿美元)	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
美联储	4,921.14	4,972.46	5,023.16	5,093.71	5,153.22	5,199.93	5,273.00	5,331.86	5,380.83	5,446.62	5,507.53	5,547.31	5,621.11
日本	1,098.22	1,086.44	1,115.51	1,111.76	1,103.75	1,096.12	1,125.81	1,086.64	1,080.68	1,102.92	1,075.05	1,081.81	1,064.41
中国	769.62	778.14	805.37	821.81	835.65	846.72	868.92	869.30	848.97	859.34	867.09	870.29	877.94
英国	693.02	668.88	693.30	662.45	674.20	657.00	675.62	704.97	635.07	660.70	639.49	631.03	641.27
爱尔兰	299.43	294.97	294.39	271.52	274.75	245.10	244.93	253.01	248.75	253.41	254.79	250.69	245.12
卢森堡	345.37	373.65	365.79	349.92	329.98	331.45	332.25	328.55	327.17	318.15	329.31	311.26	298.41
瑞士	275.73	280.06	283.47	301.53	305.80	304.44	298.30	305.38	290.14	290.46	269.51	266.55	258.36
开曼群岛	323.78	314.80	309.29	295.65	270.73	263.14	275.84	288.48	285.88	285.19	283.67	283.65	291.71
中国台湾	231.38	236.33	240.97	242.98	241.26	239.81	244.47	239.46	231.61	234.64	225.41	224.05	214.63
中国香港	199.08	196.98	202.63	205.65	198.90	216.08	222.18	223.14	212.50	220.98	214.54	201.17	185.04
巴西	219.44	223.00	223.18	224.73	227.47	230.02	229.77	224.44	215.18	213.98	217.41	225.86	220.09
欧元区	1,463.72	1,512.44	1,504.13	1,463.99	1,457.60	1,418.25	1,401.06	1,386.71	1,367.24	1,358.17	1,393.17	1,359.18	1,328.11
欧盟	1,601.34	1,653.66	1,647.12	1,607.68	1,599.86	1,552.34	1,535.05	1,516.52	1,493.73	1,487.11	1,519.06	1,492.43	1,451.11
欧洲	2,766.97	2,804.66	2,830.59	2,778.21	2,784.82	2,709.69	2,702.35	2,714.04	2,603.54	2,607.05	2,586.33	2,546.48	2,500.77
美联储和十大外国美债持有者总量 (万亿美元)	9.3762	9.4257	9.5570	9.5817	9.6157	9.6298	9.7911	9.8552	9.7568	9.8864	9.8838	9.8937	9.9181
前十大外国美债持有者总量 (万亿美元)	4.4551	4.4532	4.5339	4.4880	4.4625	4.4299	4.5181	4.5234	4.3759	4.4398	4.3763	4.3463	4.2970

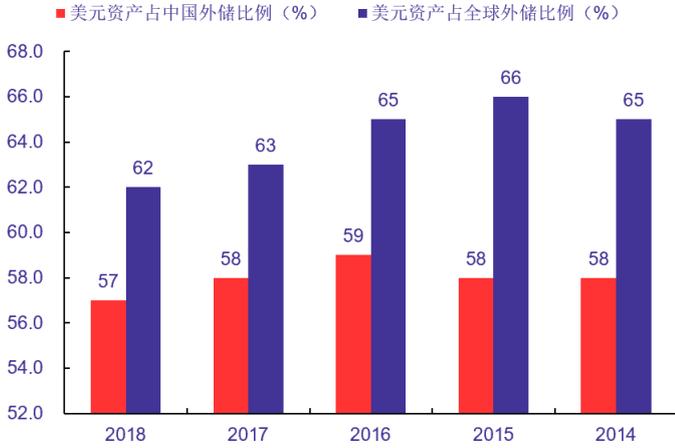
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 一、可以从哪些数据来源估量中国官方持有的美元资产？

中国自身披露的官方储备资产数据并未区分美元和非美元资产：外汇储备中主要以 3.1 万亿美元（截至 2023 年 10 月）左右的“证券”项为主，没有列出详细的构成，而货币和存款项数额较小。在外汇储备以外还存在 IMF 储备头寸、特别提款权（SDR）、黄金和其他储备资产等项目，但也仅占官方储备资产的 6% 左右。除官方储备资产外，“其他外币资产”中也可能包含美元计价的证券，但同样没有明细<sup>1</sup>。而外汇管理局的“中国对外证券投资资产表”虽然区分了债权和股权投资，但并不包含储备资产。不过，外汇管理局 2018 至 2022 年年报中对此前中国外汇储备结构进行了披露：2014 至 2018 年间，中国官方美元资产占比一直在 57% 到 59% 的范围内，比全球外储中 62% 到 66% 的美元资产占比更加多元化，也比我国 1995 年时的 79% 美元资产占比有大幅下降。因此，可以推断中国近年来的美元占储备和其他外币资产的比例接近 60%，这一比例也可以与美国 TIC 和美联储数据交叉验证。

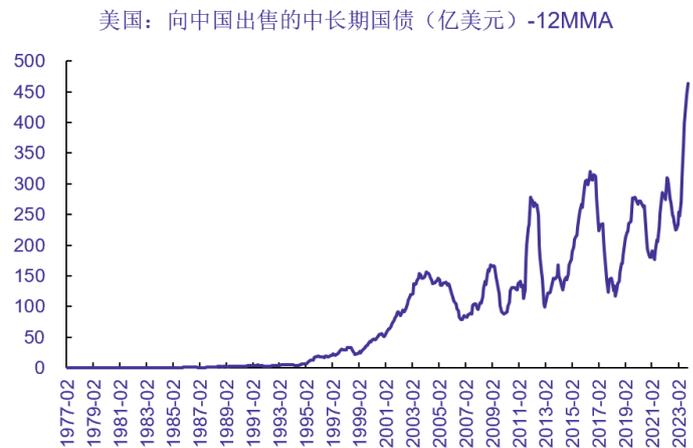
<sup>1</sup> “其他外币资产”的例子包括：未包括在储备资产中的当局在“总部设在报告国并位于报告国”的银行的外币存款、当局在“总部设在报告国但位于报告国”的银行的外币存款、当局对“总部设在报告国并位于报告国”的实体发行的外币证券的投资、未包括在储备资产中的纯度至少为 995% 的金块等。具体详见 IMF：国际储备和外币流动性数据模版准则 (imf.org)。

图 2：美国元资产占中国和全球外汇储备比例



资料来源：外汇管理局、IMF，中国银河证券研究院

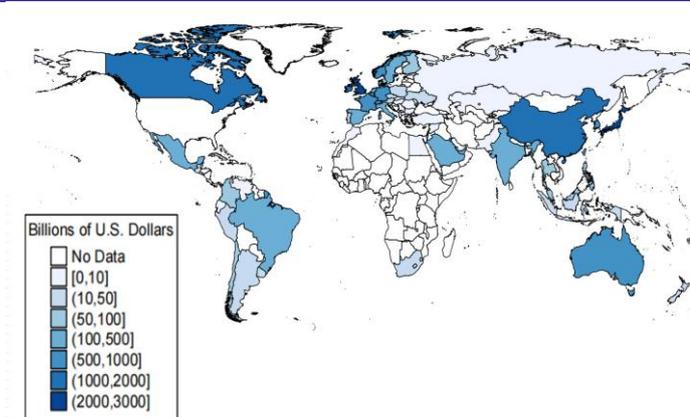
图 3：美国财政部统计的向中国出售的中长期国债



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

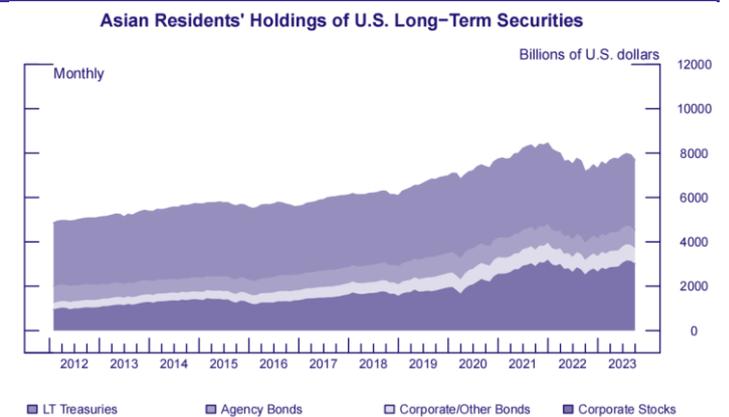
除中国人民银行和外汇管理局的数据外，美国财政部和美联储也对外国主体持有美国资产的比例进行统计，其中最重要的就是“财政部国际资本”（TIC）调查和美联储的加强金融账户中的证券投资数据。TIC 数据中在新闻报道里最频繁出现的就是外国主体在包括联邦储备银行、纽约银行、摩根大通银行和道富银行这些官方托管人处持有的美国国债，如果仅从这一数据不加分析的来看，中国的确大幅减持了在上述几家托管银行中持有的美国国债，也容易形成快速减持美元资产的印象。不过，以 2023 年 10 月份为例，7696 亿美元的美国国债金额仅占超 3.3 万亿美元的中国官方储备资产的 23%，与外管局披露的总美元资产接近 60% 的比例相差甚远。这一差异背后的事实是中国官方的美元资产除了美国国债外还有公司债、机构债、股权投资和存款等项目，不能仅以美国国债持有数额推断美元资产整体的变化。美联储和财政部也统计了以上项目的数据，可以用于揭示中国持有美元资产的真实水平。下文将分析中国持有的美国国债和其他非国债资产的变化，进而反映中国并未显著减持美元资产和非美国国债资产有边际增加的情况。

图 4：海外投资者持有美国长期证券的情况



资料来源：FRB，中国银河证券研究院

图 5：亚洲投资者整体增加了对美国股权资产的配置

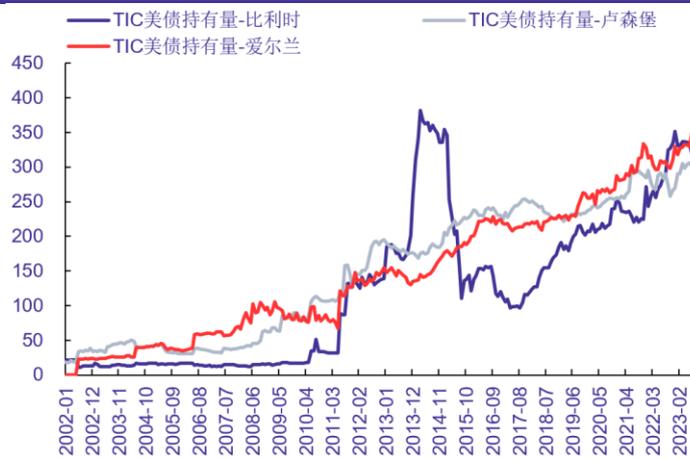


资料来源：FRB，中国银河证券研究院

## 二、中国储备资产中的美国国债降幅预计有限

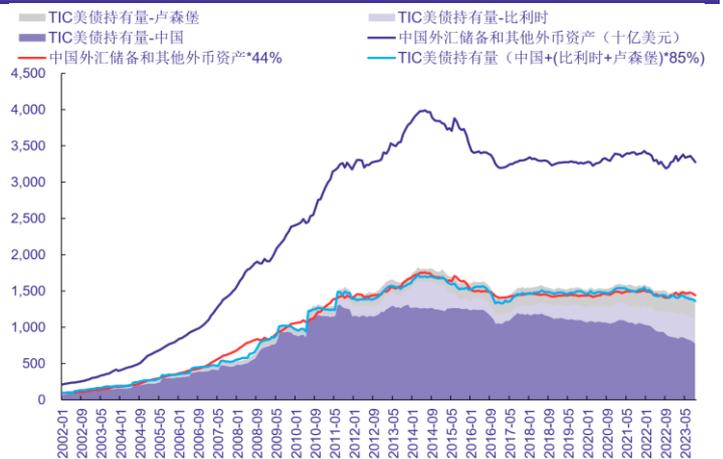
TIC 数据除了统计中国在美国托管的美国国债的市场价值之外，也统计了美国向外国主体出售的证券类资产金额，从后者不难看出美国向中国出售的中长期国债价值并没有降低，在 2024 年反而处于继续上行的状态，这似乎与中国持续大量出售美债的叙事不符，毕竟以减持为目的则似乎没有同时购买的必要。那么如何更准确的估计中国持有的美国国债情况呢？我们认为至少需要考虑两点因素：（1）除直接在美国机构托管外，中国也使用了部分欧洲国家的托管服务；（2）美国国债名义价格的下行也造成的账面损失也加剧了大量“减持”假象。从美国公布的相关数据估计，中国持有的美国国债在疫情后的降幅较为有限。

图 6：部分欧元区国家提供美债的托管服务（十亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：如果考虑中国被“代持”的美国国债，则金额下降有限



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

首先，中国持有的美国国债并不全部直接托管在美国机构中，出于多元化投资和分散风险等考量也会通过其他国家的托管服务间接持有美国国债。在欧元区国家中，比利时、卢森堡等都提供托管清算服务，比如位于布鲁塞尔的“欧洲清算银行”（Euroclear）和卢森堡的明讯银行（Clearstream），而爱尔兰由于其税收政策优势也帮助大量国际公司代持了作为“类现金”的美国国债。这也是爱尔兰、卢森堡、比利时、开曼群岛等的美国国债持有额高于英国和德国等经济大国的重要原因。然而，推断中国直接和间接持有的美国国债总规模仍然需要一些经验性的假设，Setser（2023）指出一种常见估算方法是中国官方储备和其他外币资产的 40% 为美国国债，这一比例与 TIC 账户中中国和比利时持有美债的金额大致吻合。不过，Setser 的方法强制排除了卢森堡的潜在代持额度，理由是计入后中国持有的美国国债金额显得过多，且与 40% 比例的吻合度下行。我们对这一方法进行了改进：除中国外，沙特阿拉伯和俄罗斯也惯用欧洲国家为其代持美国国债，如果假设 TIC 数据里中国、沙特阿拉伯和俄罗斯自身直接持有和代持美国国债的比例大致相同，则可以计算出中国自 2012 年开始占中国、沙特阿拉伯和俄罗斯总美国国债持有量的比例在 80% 至 90% 之间波动。因此，可以假设比利时和卢森堡两国代持的美国国债中约有 85% 是与中国相关的，进而可以得出“中国外汇储备和其他外币资产的 44% 大致等于 TIC 统计的中国直接持有的美国国债加上卢森堡与比利时代持额的 85%”的规律。从效果来看，这一规律比 Setser 的方式与实际数据的吻合度更高。以此估算出的中国持有美国国债总金额可能在 1.3 至 1.4 万亿美元左右，比疫情前 1.5 万亿左右的水平有所下降，但并没有 TIC 数据表面反映的从 2021 年初的 1.1 万亿到 2023 年 10 月的 7696 亿美元那么严重。

一方面，中国持有美国国债金额的下行与国债在美联储加息导致收益率上行后自身价值出现减损有关，不过由于无从得知中国持有美国国债的具体构成，减值造成的美国国债账面金额降低难以定量估计。另一方面，虽然中国减持美国国债的趋势可能没有 TIC 数据表面显示的那么夸张，但即使从上述规律的估算值来看，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

在 2021 年后整体缓慢降低的趋势依然明显，这表明中国储备资产多元化和分散化的进程仍在继续。

### 三、中国储备资产中的美元资产整体稳定

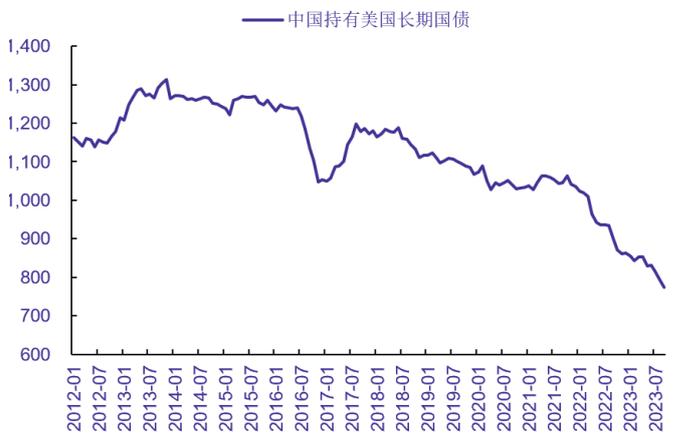
尽管中国持有的美国国债价值和数量可能出现了下行，但除了国债以外中国也持有美国的公司债、机构债、股权资产和存款，这些项目的总和表明中国持有的美元资产整体稳定。从 TIC 和美联储统计的分类别的持有情况来看，中国持有的美国长期国债在 2013 年后整体处于下行趋势，从 1.3 万亿美元左右降至 7700 亿美元，当然这一数据也不包括通过其他国家的代持服务间接持有的国债。短期国债方面，中国直接持有的相关资产较少，2012 年至今的均值约在 86 亿美元左右。在中国持有的美国国债缓慢下降的情况下，美元资产的配置更多偏向于非政府债务和权益资产：首先，中国持有美国的长期公司和机构债务 2017 年后整体呈现上行趋势，从 1600 亿美元左右连续上行至美国新冠疫情爆发前的 2600 亿美元，随后出现回落；但自 2022 年开始，中国重新增加了相关债务的购买，在 2023 年中的持有金额达到了 2700 亿美元。股权方面，中国持有的美国长期股权价值从 2015 年 8.11 汇改后开始下滑，2016 年中至 2020 年 3 月前相对稳定，但随后持续增长，规模从 1800 亿美元左右上升至 2900 亿美元。从这一趋势不难看出，中国的美元资产配置思路是逐渐减持美国政府债务，但同时增加了公司债、机构债与股权资产的配置。叠加中国在美国的存款金额来看，中国持有的美元资产规模和价值都相对稳定，并未与美国经济“脱钩”。

图 8：中国持有美国证券价值在不考虑国债代持的情况下降低



资料来源：TIC、FRB，中国银河证券研究院

图 9：中国直接持有美国国债价值下行（十亿美元）



资料来源：TIC、FRB，中国银河证券研究院

图 10: 中国持有美国短期国债相对较少 (十亿美元)



资料来源: TIC、FRB, 中国银河证券研究院

图 11: 中国持有美国公司和机构债务价值近期回升 (十亿美元)



资料来源: TIC、FRB, 中国银河证券研究院

图 12: 中国持有美国公司股权价值逐渐增加 (十亿美元)



资料来源: TIC、FRB, 中国银河证券研究院

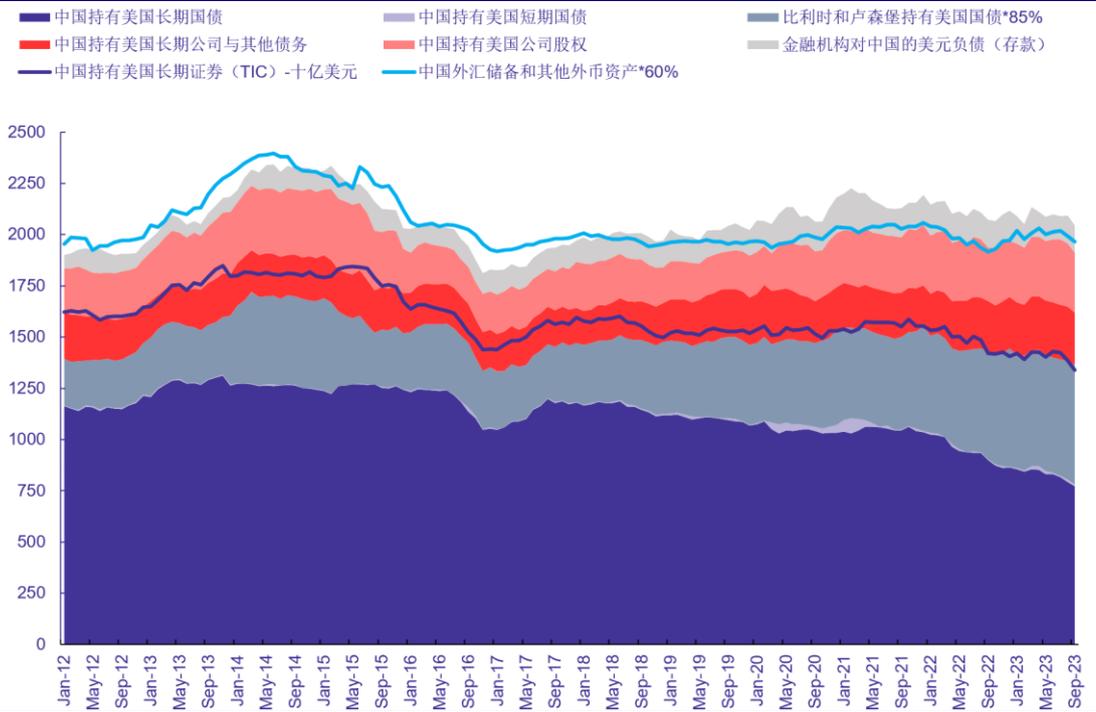
图 13: 中国持有美国国债金额的下降也与其收益率上行相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

尽管以上观察主要依靠美国方面的统计数据, 但其与中国官方口径披露的美元资产比例是大致相符的。前文曾提到过外汇管理局披露中国 2018 年美元储备资产的比例为 57%, 可以此作为比对美国统计数据准确性的坐标。中国持有的主要美元资产包括短期和长期美国国债 (直接持有和代持)、公司债和机构债、股权和存款, 将这些项目加总的数额自 2018 年以来整体略高于 2 万亿美元, 趋势和中国储备资产和其他外币资产价值的 60% 比较匹配, 这也侧面印证了中国持有的美国国债部分是国家代持的。不过上述方法估算的总美元资产价值近年来高于 60% 的比例, 这可能反映出以卢森堡和比利时持有美国国债的 85% 估计的代持金额可能存在一定高估, 即中国很可能继续在缓慢减持美国国债。与此同时, 中国并未系统性大幅减持美元资产, 出售美国国债获得的资金很可能被重新配置到美国公司债、机构债和权益资产当中, 因此中国的美元资产总值是相对稳定的。

图 14: 估算显示中国持有的美元资产整体并未显著下降, 而是较为稳定



资料来源: TIC、FRB、Wind, 中国银河证券研究院

在地缘政治、贸易和便利性等因素的影响下, 储备资产的多元化短期仍有动力, 不过也需要认识到: (1) 中国的美元资产比例在长期调整下已经低于世界平均水平, 在美元体系下进一步猛烈减少美元资产则需要找到稳定合适的替代品, 虽然“布雷顿森林 3.0”体系对商品寄予厚望, 但替代美元资产仍需要更多的探索; 在黄金以外的新型稳定资产出现前, 中国的美元资产可能较难大幅降低。(2) 从长期配置角度考虑, 中国在美元显著升值时有动力增配其他非美元储备资产, 而在美元进入贬值周期时则倾向于增配美元资产, 在美联储 2024 年大概率进行货币政策转向并带动美元走弱的背景下, 这种“固定比例投资组合”的思路是否依然适用也有待观察。

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn