

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



中国智库丛书

中国主权财富投资的 理论、问题与对策

王永中 张明 潘圆圆 · 著

中国社会科学出版社

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



中国智库丛书

中国主权财富投资的 理论、问题与对策



王永中 张明 潘圆圆·著

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国主权财富投资的理论、问题与对策 / 王永中, 张明, 潘圆圆著. —北京: 中国社会科学出版社, 2015. 7

(中国智库丛书)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 6172 - 2

I. ①中… II. ①王…②张…③潘… III. ①投资基金—对外投资—研究—中国 IV. ①F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 098668 号

出版人 赵剑英

责任编辑 冯 斌

特约编辑 丁玉灵

责任校对 周 昊

责任印制 戴宽

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100717, [ahu.edu.cn](http://www.csspw.cn)
网 址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010 - 84083685
门市部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2015 年 7 月第 1 版
印 次 2015 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 16.25
插 页 2
字 数 279 千字
定 价 58.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究

序 言

加入 WTO 以来，中国逐步成长为“世界工厂”，其经常项目和资本项目经历了持续大规模的资本流入。同时，中国摇身一变，从长期传统的资本输入国和外汇资产稀缺国的队伍中光荣毕业，跻身通常由欧美发达国家占据的资本输出国行列，并迅速成长为境外资产大国。截至 2014 年 3 月末，中国对外资产规模达 6.13 万亿美元，是 2004 年年底 0.93 万亿美元的 6.6 倍，年均增长率高达 23.4%。不过，2009 年全球金融危机以来，中国的境外资产规模的年均增长率放缓至 15.0%。中国境外资产规模的快速膨胀，显然对中国管理和投资境外资产的能力构成了严峻挑战。

从持有主体的性质角度看，一国境外资产的持有者可划分为官方持有者（Official Holder）和民间私人持有者。根据美国财政部的定义，境外资产的官方持有机构包括外汇储备的持有机构、政府发起的投资基金（Government-sponsored Investment Funds）以及除 IMF 之外的政府机构（Bertaut, Griever and Tryon, 2006）。按照这一定义，中国持有境外资产的官方机构包括外汇储备的持有者——中国人民银行（国家外汇管理局）和主权财富基金（如中国投资公司），而持有大量外汇资产的国有商业银行、国有企业不属于官方持有者的范畴。因而，境外资产的民间私人持有者通常包括该国的居民、私人企业和国有企业（政府发起的投资基金除外）。

关于目前中国的主权财富基金的数量，国内外存在着不同的看法。中国投资公司是唯一受中国官方正式承认的主权财富基金。但在主权财富基金研究所（SWF Institute）看来，中国的主权财富基金有四家：中国投资公司、华安投资公司（SAFE Investment Company）、全国社保基金、中非基

金。^① 主权财富基金研究所的这一看法也有一定的道理，理由主要有：首先，尽管华安投资公司隶属于国家外汇管理局，但其资产配置结构偏向于追求投资回报，明显区别于中央银行强调流动性的资产组合，与一般的主权财富基金的投资行为差异不大，将其划归主权财富基金似乎未尝不可。其次，全国社保基金与中国投资公司存在的一个明显区别是，其注册资本是以本币而不是外币的形式持有，不过，其资本的币种形式对其海外投资不构成障碍。在成立初期，全国社保基金的投资主要集中于国内市场，其境外投资比例的上限仅为7%，在2009年12月后，境外投资比例上限提高至20%。不过，社保基金的海外资产配置比例目前基本上维持在7%左右。这与中投公司的差距较大。根据我们的估计，中投公司在2013年年底的海外资产配置比例约为26.0%。^② 从本质上看，全国社保基金是类似于中国投资公司的主权财富基金。最后，中非基金的所有资本均投向非洲，从其投资行为、资产结构和运作模式看，属于一家地道的主权财富基金。

与境外资产持有者的性质相联系，一国境外资产也可相应划分为民间境外资产和官方境外资产。目前，欧美一些主要发达国家因拥有储备货币发行国的优势，无须持有大量的外汇储备，因而，其绝大部分境外资产由民间私人部门持有，官方持有的外汇储备资产占其境外资产的比例通常很低。与发达国家不同，中国的海外资产结构存在着一个明显的不合理之处是，官方外汇资产比重偏高，民间外汇资产比例偏低。这就是广受社会各界诟病的“藏

① 根据主权财富基金研究所（SWF Institute）2014年8月更新的主权财富基金规模排行榜，中国有四家机构上榜，分别是中国投资公司、华安投资公司（SAFE Investment Company）、全国社保基金、中非基金，其管理的资产规模分别为5752亿美元、5679亿美元、2016亿美元和50亿美元。其中，中国投资公司、华安投资公司在主权财富基金资产规模排行榜上分别列为第4、第5位。

② 目前，中投公司并未公布其国内外资产的配置比例状况。不过，我们根据中投公司的注册情况、注册资金的海外配置比例、海外投资收益状况和当前资产规模等信息，可大致估算出其海外资产的配置比例。2007年9月，中国投资公司成立时的注册资本金规模为2000亿美元。但中投公司仅有1/3的资本金即670亿美元可投资海外，另外1/3的资本金用于收购中央汇金公司（670亿美元），剩余1/3用于注资中国农业银行和国家开发银行。2011年年底2012年年初，中国投资公司应获得外汇储备注资500亿美元，此笔资金应全部投资于境外。根据中投公司的年报，在2008—2013年期间，其年均境外投资回报率约为5.7%。截至2013年年底，中投公司首笔670亿美元注册资金的累计投资收益约为265亿美元，而其第二笔500亿美元注入资金的投资收益为60亿美元，从而，中投公司的海外资产规模约为1500亿美元，占其5752亿美元总资产的比例约为26.0%。

汇于国”而非“藏汇于民”现象。2014年3月末，中国外汇储备的规模高达39481亿美元，占中国境外总资产的比重为64.4%；若再加上三家主权财富基金持有的境外资产约为1690亿美元，^①中国官方机构持有的境外资产规模为41170亿美元，占中国境外总资产的比例为67.2%。

与“官方境外资产”基本重合的一个概念是“主权财富”（Sovereign Wealth）。根据维基百科的定义，主权财富是指一国政府通过特定税收与预算分配、不可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，通常以外币形式持有的公共财富。从字面来理解，主权财富既可投资于国内市场，又可投资于境外市场。例如，新加坡的淡马锡和中国投资公司等一些主权财富基金的资产均可在国内外进行配置。不过，全球主权财富基金的绝大部分资产是配置于海外市场的。同时，中央银行持有的外汇储备资产通常完全投资于国外市场，这是因为，若其投资于国内市场会产生二次结汇问题，并引发通货膨胀。因此，相对于官方境外资产，主权财富的内涵略微宽泛一些。具体对中国而言，主权财富包括国家外汇管理局持有的外汇储备，以及中国投资公司等主权财富基金的资产。

与中国境外资产高度集中于官方机构特别是中央银行的状况相适应，中国境外资产的投资回报一直处于较低水平。2005—2013年，按美元计价的中国境外资产的年均投资收益率为3.01%，仅略高于美国同期CPI的年均水平2.28%。中国境外资产的低收益导致中国成为一个尴尬的国际债权人，尽管境外净资产长期为正，且规模逐年增加，但中国对外净投资收益一直为负（除极少数的年份外），且对外投资净亏损的规模呈扩大的趋势。2013年年末，中国境外净资产的规模达19716亿美元，是2004年的2764亿美元的7.1倍。中国境外净资产规模在2005—2008年期间的年均增长率曾高达54.0%，不过其在2009—2013年期间的年平均增长率明显放缓至5.9%。除2007年、2008年外，中国国际收支平衡表的投资收益差额账户自2000年以来一直为负数，其中，2000—2006年的平均差额为-126亿美元，而2009—2013年的平均差额大幅扩大至-468亿美元。也就是说，中国作为国际债权人，不仅未能从国际债务人处获得利息收入，反而

^① 2013年，中投公司的海外资产规模约为1500亿美元（估算值），全国社会保障基金的海外资产规模约为140亿美元（海外资产配置比例为7%），中非基金的海外资产规模为50亿美元，从而，这三家主权财富基金的境外资产总规模约为1690亿美元。

需要向国际债务人支付利息，并且，随着中国债权规模的扩大，中国对外需要支付的利息规模还呈上升的态势。

中国之所以成为一个支付净利息的债权人，根本原因在于中国的投资能力显著弱于发达国家的投资者。中国的境外资产过度集中于中央银行，而中央银行持有外汇储备资产的目标是维持本币币值稳定，保障本国国际经济交往活动的稳定进行，防范本国的货币危机和国际收支危机的发生，从而，中央银行通常实行保守的投资策略，高度强调资产组合的流动性，回避投资于高风险高收益率的资产，这导致了中国的境外资产主要投资于信用等级高、收益率低的发达国家的政府债券及机构债券。而中国的对外负债主体部分是引进的外商直接投资（FDI），尽管 FDI 风险较大，但其高投资回报率是发达国家的政府债券所无法比拟的。未来一段时间，中国向外支付净利息的地位不会得到明显改观，其原因在于：一是国内外巨大利息差将会长期存在，中国同等类型的投资收益回报明显高于发达国家；二是中国境外直接投资（ODI）近来虽增长迅速，但囿于投资能力的限制，中国的 ODI 不可能过快增长，且中国 ODI 的投资风险较大，投资收益难以得到保证；三是中国的增长潜力优于发达国家和大多数的新兴经济体，在中国的投资回报通常高于其他国家。

中国境外资产低投资收益问题的症结在于，外汇储备的规模过大且其资产配置偏于保守。根据我们的粗略估计，中国过剩的外汇储备规模约高达 2 万亿美元。对于中国这样一个发展不平衡的大型新兴经济体而言，将如此巨额的金融资本保守地投资于发达国家收益率极低的政府债券，显然是一种巨大的资源浪费。目前，中国政府已经认识到积累过多的外汇储备所产生的负面效应和挑战，并采取一些举措来缓解外汇资产收益过低的问题，如放宽资本流出的限制、鼓励中国企业“走出去”开展对外投资、创建外汇储备委托贷款机制等。毋庸置疑，这些措施是有意义的，可从增量或存量的角度部分缓解外汇储备管理问题，但不足以从根本上扭转储备资产配置低效的问题。预计未来若干年，中国现行的出口导向增长模式将会持续，中国外汇储备规模很可能会继续增加，从而，中国存量外汇储备的管理和投资问题将会更为突出。中国应适时调整外汇储备管理和投资战略，加快外汇储备资产品种的多元化进程，提高对股票、私人债券、不动产和另类资产等风险性资产的投资比例。事实上，当前中国外汇储备管理机制模式改革迎来了一个良好的时间窗口。发达国家在遭受全球金融危机

和欧洲主权债务危机的打击之后,企业资产估值水平相对较低,具有一定的投资价值。而且,欧美实体经济复苏步伐的加快,资本市场和房地产的稳定反弹,为风险性投资提供了难得的市场机遇。同时,美联储量化宽松政策的退出,显然对美国国债市场产生不利影响,但对美国资本市场健康发展会产生正向效应。

鉴于此,本书选择对中国主权财富投资的理论、问题与对策进行研究。本书非常强调中国问题研究的国际视野,逻辑发展思路是先进行国际比较分析,然后以国际经验为参照系,分析研究中国问题,提出政策建议。从逻辑框架结构看,本书可分为四个部分:理论综述篇、外汇储备篇、美国国债市场的投资行为篇和主权财富基金篇。第一部分是理论综述篇,由第一章组成,对外汇储备和主权财富基金方面的文献作系统的梳理与概括。第二部分是外汇储备篇,由第二、三、四、五和六章组成,重点分析中国外汇储备的资产结构、投资行为和投资收益,揭示其经济成本与风险状况,并基于对美国主权债务可持续性状况和退出量化宽松效应的综合判断,结合国际外汇储备管理的主流经验,提出外汇储备的投资战略建议。第三部分是美国国债市场的投资行为篇,由第七、八章组成,重点比较中国与其他主要投资者在投资美国国债上的行为差异,深入分析中国投资对美国国债市场的影响,进而提出具有操作性的政策建议。第四部分是主权财富基金篇,由第九、十章组成,阐述中国投资公司近年来投资策略的转变状况及其动因,并在借鉴国际主权财富基金成功运作经验的基础上,提出完善中投公司投资策略的政策建议。

现将本书各章的结构框架、主要内容和特色创新之处阐述如下:

第一章是文献综述部分,对外汇储备和主权财富基金方面的理论与经验文献作了系统综述,从而为本书的研究奠定了一个坚实的理论基础。进入21世纪以来,中国等新兴经济体的外汇储备和主权财富基金的规模的迅速增长,引发了学术界主权财富投资问题的研究兴趣。在外汇储备问题研究方面,国内外学者的研究主要包括外汇储备的适度规模、最优币种构成、管理原则和实际操作、投资收益测算、成本与风险、投资战略、经济影响等领域。其中,中国外汇储备的投资状况、投资收益、成本风险、投资战略等议题是学者们关注的焦点。对于主权财富基金问题,学者围绕形成和决定因素、投资行为、治理机制和投资待遇,以及中国投资公司的投资状况等议题展开了深入的研究。

第二章试图通过比较全球主要经济体的外汇储备管理模式来给中国外汇储备管理体制改革提出经验借鉴。全球主要外汇储备管理模式可分为“财政部主导+央行执行型”、“财政部与央行共同主导型”、“央行主导型”，其中发达国家通常偏好第一种模式，新兴市场国家通常偏好第三种模式，而资源出口国通常偏好第二种模式。该章针对中国外汇储备管理体制改革的政策建议包括：将外汇储备管理体制由央行主导改为财政部与央行共同主导；建立外汇平准基金，提高央行货币政策独立性；理顺主权财富基金管理体制，设立新的主权财富基金；优化外汇储备资产的配置结构；完善外汇储备管理的职责分工和风险防控机制。

第三章对中国外汇储备的资产结构和投资收益状况作了深入分析与全面测算。该章首先梳理了中国外汇储备的现行统计口径；第二，阐释了中国外汇储备的规模变化及其来源；第三，从美元、日元、欧元等货币资产的角度，深入分析中国外汇储备的币种和证券品种结构及其演变过程，重点阐述了全球金融危机对中国外汇储备投资行为的影响，并阐述中国外汇储备投资在委托贷款、商业银行转贷款和另类投资等领域出现的新动向；第四，充分利用所有可资利用的信息，全面估算了中国外汇储备的投资收益；第五，利用拇指法则，测算中国外汇储备的最优规模和过剩规模；第六，从改革储备管理体制、优化储备资产结构、创新外汇储备运用途径、购置黄金和战略物资储备、设立主权财富基金等角度，提出了推进中国外汇储备多元化的政策建议。

第四章对中国外汇储备的经济成本作了全面阐述与系统分析。该章首先提出一个简明的外汇储备成本分析框架；第二，从国际融资利息成本和放弃国内固定资产投资回报的角度，测算中国持有外汇储备的机会成本；第三，估算央行票据和法定准备金存款等中国两大冲销工具的加权平均利率，并测算2003年以来中国货币当局冲销操作的利息成本；第四，剖析中国积累外汇储备所面临的经济扭曲成本、资产损失风险和金融稳定风险；第五，总结全章并提出遏制中国外汇储备增长和加速外汇储备多元化的政策建议。研究发现，2001—2011年，中国外汇储备的年均机会成本为1140亿美元，占GDP的2.60%，而2011年的机会成本达3150亿美元，占GDP的4.33%；中国货币当局的冲销成本（央行票据和法定准备金存款的加权平均利率）先由2002年的0.97%稳步升至2008年的2.57%，后降至2009—2011年的1.57%；2003—2011年，中国货币当局为发行央

行票据、回购国债和增加的银行法定准备金存款而支付的总利息成本约为1.4万—1.5万亿元，占2011年GDP的3.0%—3.2%。

第五章全面阐述和系统评估了美国的问题资产纾困计划、“两房”接管计划与量化宽松货币政策等三大金融稳定计划的实施状况和财政效应，并就中国外汇储备配置于美元资产的比重及其结构提出了对策建议。该章认为，美国金融稳定计划主要由问题资产纾困计划、“两房”接管计划和量化宽松货币政策组成。美国金融稳定计划不仅促进了美国的金融稳定和经济复苏，而且实现了现金流意义上的财政收支基本平衡，甚至是略有盈余，避免了主权债务危机在美国的重演。近年来，美国金融稳定计划已向美国政府提供了可观的利息和股息收入，并显著减轻其债务利息负担，但也带来巨额的或有负债，如“两房”债务担保责任、美联储持有的债券价值将可能因退出量宽而显著下跌。不过，随着美国房地产市场的持续复苏、量化宽松的逐步退出和“两房”资产负债规模的不断压缩，美国金融稳定计划产生的或有负债规模预计会稳步下降。考虑到美国经济基本面优于其他发达国家，美国财政状况已逐步得到改善，未来一段时间，中国外汇储备投资的美元资产比重宜维持相对稳定，不应大幅减持。

第六章深入分析了美联储量化宽松政策（QE）进入与退出的步骤和次序，系统概括了量化宽松影响美国债券收益率的机制，全面评估了量化宽松退出影响美元资产和中国外汇储备资产的渠道，提出了中国外汇储备资产多元化的政策建议。美联储量化宽松政策的进入或实施可大体划分为五个阶段：QE前、QE1、QE2、扭曲操作和QE3。量化宽松主要通过下述九个渠道对美国债券收益率产生影响：资本约束渠道、资产稀缺渠道、久期风险渠道、流动性渠道、安全溢价渠道、信号显示渠道、提前偿还风险溢价渠道、违约风险渠道和通货膨胀渠道。美联储退出量化宽松可能遵循如下六个步骤：缩小乃至停止资产购买计划、停止到期债券本金再投资计划、反向扭曲操作和资产置换、回收流动性和出售国债、提高超额准备金利率和联邦基金利率、出售MBS。美联储退出量化宽松对美元资产的影响体现在：一是美国债券资产的收益率将上升；二是美国债券的价格将下跌，特别是期限较长的债券价格下跌幅度更为明显；三是美国股票和房地产市场将会出现暂时性下跌或涨势趋缓，但会实现稳定反弹；四是在资产收益率上升、经济基本面向好和美元套利交易平仓等因素的综合作用下，美元汇率将呈现稳定的升值态势。量化宽松退出对中国外汇储备资产安全

产生正反双重效应，负向冲击体现为中国持有的长期美国债券价格因收益率上升而下跌，正面效应表现为美元升值与美国股票和不动产的潜在上涨动力增强。未来一段时间，中国外汇储备资产多元化的重点，不是削减美元资产比例，而是调整美元资产结构，减持剩余存续期较长的美国国债，适当增持美国的较短期国债、股票、企业债券和不动产。

第七章对美国长期国债市场上主要外国投资者的投资行为作了深入的比较分析。基于2002年至2012年的年度数据，该章比较了美国长期国债市场上主要外国投资者的不同行为特征，并在此基础上讨论了不同行为特征的可能影响因素，得出了如下主要结论：由历史原因形成的市场势力和主动的资产配置策略，以及金融市场的风险与收益变化，是导致外国投资者不同行为特征的主要原因。这具体表现在：对于拥有较大美国长期国债存量的中国和日本而言，类似于做市商角色的市场势力使得其边际投资行为较为谨慎，以避免相应的国债价格变动造成其存量资产的价值波动；欧洲国家的投资行为则显示出风险偏好较高的特点（例如注重收益的逆势投资），这可能是由于它们持有的长期国债占比稳定在低位，从而能够将美国长期国债仅仅当作一类分散风险的金融投资品。此外，在金融市场动荡期间，由于避险需求和长短期国债收益利差缩小的双重影响，部分外国投资者的资产配置行为也会发生较大变化。

第八章在梳理美国国债市场若干特征事实的基础上，从纵向与横向比较的角度来描述中国投资者在美国国债市场的投资行为。经验分析的结果表明，从长期来看，美元汇率是中国投资者购买美国国债行为的影响因素（美元升值导致中国投资者增持美国国债），而美国国债收益率并非中国投资者购买美债行为的长期决定因素；尽管中国投资者从投资行为来看似乎在美国国债市场与外汇市场同时扮演价格稳定者的角色（当美国国债收益率上升或美元升值时，中国投资者会增加对美国国债的购买），但中国投资者增持美国国债的行为一方面难以扭转美国国债收益率的上升，另一方面则会导致美元贬值。这意味着中国投资者的确是外汇市场上美元价格的稳定者，但并非是美国国债市场上的价格稳定者。包含金融资产收益率、金融市场风险与汇率在内的向量误差修正模型（VECM），对美国国债收益率与美元汇率变动的解释力显著高于对中国投资者购买美国国债行为的解释力，这意味着后者可能还取决于一些其他因素。

第九章以新加坡政府投资公司和新加坡淡马锡、挪威政府（全球）养

老基金、阿联酋阿布扎比投资局为例，比较分析了国际著名的主权财富基金的投资经验，并就改善中国主权财富基金的运作效率与投资业绩提出了启示性政策建议。这些主权财富投资机构均经历了一段较为漫长的发展演变过程，投资的理念和能力臻于成熟，有丰富的国际市场运作经验，在公司目标定位、投资战略的制定与演变、资产配置结构、内部治理机制、风险管控系统、社会形象公关、克服投资壁垒等方面均有独到的经验做法，值得中国的主权财富基金特别是中国投资公司认真学习借鉴。

第十章分析了中国投资公司海外投资策略的转变及其背后的动因，并提出一系列完善中国投资公司管理体制和海外投资战略的建议。近年来，中投公司的海外投资战略体现出一些新特征，在资产组合、区域分布、行业配置、投资期限与投资方式等方面呈现出明显的多元化趋势，如投资行业由传统的金融部门明显转向房地产业、能源资源业、基础设施、公用事业与物流业、农林业等实体部门，投资方式由高度依赖外部委托投资转向委托投资与自营投资并举方向发展，资产组合的风险偏好度和投资回报率显著提升。导致中投公司近年来海外投资战略转变的动因主要有：中投外汇储备资金来源渠道的不确定性、财政部与央行在管理中投上职责权限矛盾得到有效的化解、中投国内外投资策略之间的冲突、中投与其他国有投资机构之间的赢利竞争、激烈竞争的外部投资环境等。为提高海外投资业绩，中国应明确中投公司的法律地位，制定资金注入中投和从中投提款的规则，改善公司的治理结构，确保公司投资业务的独立性；中投公司应提高自身的透明度，淡化“国有”身份的色彩，遵守东道国的投资规则。

本书是姚枝仲研究员主持的中国社会科学院创新工程课题“中国对外投资战略”的阶段成果之一，是世界经济与政治研究所国际投资研究室部分研究人员近期研究成果的结晶。本书具体写作分工如下：第一章：王永中、潘圆圆；第二章：张明、王永中、潘圆圆；第三、四、五和六章：王永中；第七章：王宇哲、张明；第八章：张明；第九章：潘圆圆、王永中、张明；第十章：潘圆圆、张明、王永中。同时，感谢姚枝仲、张金杰、李国学、韩冰、王碧珺、高蓓、刘洁、陈博等的宝贵意见。当然，文责自负。

作者

2015年3月

目 录

序言	(1)
第一章 理论综述	(1)
一 外汇储备理论综述	(1)
二 主权财富基金文献综述	(13)
第二章 外汇储备管理国际经验比较与借鉴	(20)
一 引言	(20)
二 财政部主导 + 央行执行型外汇储备管理模式	(21)
三 财政部与央行共同主导型外汇储备管理模式	(27)
四 央行主导型外汇储备管理模式	(30)
五 外汇储备管理模式的国际经验	(35)
六 进一步完善中国外汇储备管理模式的政策建议	(38)
第三章 中国外汇储备的资产结构与投资收益	(43)
一 引言	(43)
二 中国外汇储备的统计口径	(45)
三 中国外汇储备的规模与来源	(51)
四 中国投资美元证券资产状况	(54)
五 中国投资日元证券资产状况	(62)
六 中国外汇储备投资的新动向	(66)
七 中国投资欧元等其他货币资产的状况	(70)
八 中国外汇储备的投资收益	(72)
九 中国外汇储备的充足性估计	(76)

十	政策建议	(78)
第四章	中国外汇储备的经济成本	(81)
一	问题提出与文献综述	(81)
二	一个简明的外汇储备成本分析框架	(84)
三	机会成本	(86)
四	冲销成本	(91)
五	其他潜在成本与风险	(93)
六	结论与政策建议	(97)
第五章	美国金融稳定计划的实施状况与财政效应	
	——略论中国外汇储备投资	(99)
一	引言	(99)
二	问题资产纾困计划的实施状况	(100)
三	“两房”接管计划的实施状况	(103)
四	美联储量化宽松政策的实施状况	(104)
五	问题资产纾困计划的财政效应	(106)
六	“两房”接管计划的财政效应	(107)
七	量化宽松政策的财政效应	(109)
八	美国金融稳定计划的总财政效应	(116)
九	中国外汇储备投资的政策建议	(118)
第六章	美联储进入和退出量化宽松的节奏与效应	
	——兼论中国外汇储备的投资策略	(121)
一	引言	(121)
二	量化宽松政策的目标	(122)
三	量化宽松进入的阶段	(123)
四	量化宽松对美国债券收益率的影响渠道	(126)
五	量化宽松政策退出的机制与次序	(130)
六	量化宽松政策退出对美元资产的影响	(134)
七	量化宽松政策退出对中国外汇储备资产的影响	(141)
八	中国外汇储备投资的策略选择	(146)

第七章	美国长期国债市场上主要外国投资者的投资行为比较	(149)
一	引言	(149)
二	美国长期国债市场上的主要外国投资者	(151)
三	主要外国投资者的资产配置特征及其影响因素	(153)
四	对主要外国投资者投资行为影响因素的实证分析	(160)
五	结论	(163)
第八章	中国投资者是美国国债市场上的价格稳定者吗	(164)
一	引言	(164)
二	美国国债市场的特征事实	(165)
三	中国投资者购买美国国债行为：基于历史数据的描述	(168)
四	中国投资者与美国国债市场的互动：计量分析	(173)
五	结论	(180)
第九章	国际主权财富基金的投资经验比较与启示	(182)
一	新加坡政府投资公司（GIC）	(182)
二	新加坡淡马锡	(189)
三	挪威政府（全球）养老基金	(195)
四	阿布扎比投资局	(200)
第十章	中国投资公司海外投资策略的转变及原因	(207)
一	引言	(207)
二	中投公司投资策略的转变	(208)
三	中投公司投资的行业分布	(211)
四	中投公司投资策略转变的原因分析	(223)
五	进一步改善中投公司投资绩效的政策建议	(231)
参考文献		(234)

第一章

理论综述

一 外汇储备理论综述

进入 21 世纪以来,中国等新兴经济体外汇储备规模的迅速增长,引发了学术界对外汇储备问题研究的兴趣。目前,关于外汇储备的研究主要围绕着适度规模、币种构成、管理、投资收益、成本与风险、投资策略、经济影响等议题展开。

(一) 外汇储备的适度规模

外汇储备适度需求规模取决于交易性动机、预防性动机和保险性动机。早期的交易动机说包括特里芬的储备进口比例法、阿格沃尔的机会成本说和布朗的货币供应决定论。一些学者运用外债规模、进口支付、外资还本付息、FDI 资金回流等指标来综合计算外汇储备适度规模。外汇储备预防性动机主要是防范汇率水平的波动 (Flood and Marion, 2001), 而保险性动机则出于稳定产出和消费的考虑 (Aizenman and Rhee, 2004; Jeanne, 2006)。

王令芬 (1989) 指出, 外汇储备最优规模取决于多项国内外要素。国内因素包括经济发展的速度和规模、经济开发程度、贸易条件和融资能力、外汇政策目标、持有国际储备的机会成本。国际因素包括国际汇率制度、国际金融市场发达程度、国际经济政策协调性。刘莉亚、任若恩 (2003) 系统综述了国际主流的外汇储备适度规模理论。具体有: 储备/进口比例法; 机会成本说 (阿格沃尔模型); 货币供应量决定论; 定性分析法; 外债/储备比例法; 进口支付、外债还本付息和外商直接投资资金回

流因素的比率方法。

巴曙松（1997）将外汇储备的需求动机划分为交易性需求、预防性需求、赢利性需求（投机性需求）和发展性需求。其中，发展性需求是指我国在确定外汇储备的水平时，必须考虑到我国现阶段经济发展的需求，给政府主导性的发展方式提供一定的外汇资金支持。武剑（1998）认为，从经济效率角度看，1996—1998年我国外汇储备总量明显超过合理水平，若一味追求外汇储备高速增长，势必对宏观经济运行造成消极影响。许承明（2001）指出，我国外汇储备需求是由经济规模、国际收支变动率和汇率变动率三个因素所决定，1990年以来我国实际外汇储备大多年份处于相对过剩状态。李巍、张志超（2009）构建了一个包含外汇储备、金融不稳定、资本流动以及实体经济变量的系统分析框架，模拟中国合意的外汇储备规模。研究表明，在确保国内金融稳定的前提下，中国的外汇储备总量并不过度，处于合意的区间范围之内。

基于金融稳定视角，谷宇（2013）通过扩展外汇储备的缓冲存货模型构建了中国外汇储备需求模型，分析了产出、内外部流动性、外汇储备持有成本及波动成本等因素对外汇储备需求的影响。研究发现，产出、内外部流动性、外汇储备波动成本对外汇储备需求存在正向冲击，而外汇储备持有成本对外汇储备需求存在负向冲击，即中国外汇储备在长期内受预防性需求影响。Bianchi、Hatchondo 和 Martinez（2013）指出，当前国际资本流动呈现出两个明显特征：一是负债的政府持有大量外汇储备，其发行债务的收益率要显著高于其持有外汇储备的投资回报率；二是外国投资者购买国内资产和国内投资者购买外国资产的行为都是顺周期的，且在金融危机期间跨境资本投资均处于停顿状态。他们据此提出了一个主权债务违约内生化的动态模型，分析了外汇储备积累与政府债务滚动风险的关系。政府面临着外汇储备的缓冲保险收益与债务成本之间的权衡。因为违约风险是逆周期的，政府在经济繁荣和融资成本低时积累储备和债务，而在经济危机和融资成本高时，选择用外汇储备来偿还债务和平滑消费。久期长的政府债券、逆周期的违约风险升水、资本流入的突然停止对于储备最优规模产生重要影响。

全球金融危机以来，全球外汇储备规模重新恢复快速增长，再度引发了理论界对于外汇储备最优规模和储备充足性评估的兴趣。Jeanne 和 Rancière（2011）从预防动机角度，建立了一个小国开放经济模型，分析