

# 中国海外资产配置：特征事实、问题挑战与应对策略

张明 国家金融与发展实验室副主任

时间：2023年7月27日 来源：《国际金融》2023年第7期

**摘要：**乌克兰危机爆发后的“美元武器化”行为、国内通胀上升导致的发达国家集体加息缩表，令中国等新兴市场国家的海外资产面临日益上升的安全与收益风险。本文梳理了中国海外资产与海外负债的配置结构、中国投资者投资于美元资产的结构与趋势性变化，以及中国作为国际净债权人却面临持续的海外投资负收益的不利局面。为了更好地应对中国海外资产配置面临的风险挑战，本文提出了六条应对策略，包括优化海外资产的持有主体结构、在美元资产内部进行多元化配置、转变主权投资者持有美元资产的方式、推进外汇储备投资的国别多元化、显著增加对实物资产的配置以及做好危机应对预案。

## 一、引言

2008年全球金融危机爆发后，世界经济陷入长期性停滞（Secular Stagnation）格局。全球经济增速显著下降，与此同时，各国收入与财产分配失衡明显加剧。为了纾解国内受损群体的不满情绪，很多发达国家政客开始煽动民族主义情绪，导致国际经济政治摩擦逐渐抬头。2016年的英国公投脱欧与特朗普赢得美国总统大选，2018年美国主动挑起中美经贸摩擦，均为明证。2020年爆发并持续三年之久的新冠疫情更是雪上加霜。2022年爆发的乌克兰危机意味

着国际地缘政治冲突的进一步激化。

乌克兰危机爆发后，美国联合欧盟、英国、日本等主要盟国，对俄罗斯采取切断 SWIFT 系统、冻结黄金和外汇储备等严厉金融制裁（李仁真与关蕴珈，2022）。这种美元武器化（Weaponization）的行为显著增加了很多国家对持有美元及其盟国外汇资产安全性的担忧（潘宏盛，2022；张蓓，2022；周宇，2022）。已有迹象表明，全球外汇资产配置的去美元化进程正在提速。

此外，自 2021 年以来，美国、欧盟、英国国内通货膨胀水平显著攀升，倒逼美欧英等发达国家央行不得不连续加息缩表，由此导致这些国家长期国债市场价值大幅缩水，这也给大量持有此类资产的外国投资者造成了巨额损失。

换言之，**以中国为代表的新兴市场国家，在海外资产配置上日益面临资产安全性与资产收益性的双重风险。准确识别并系统化解上述风险，有助于提高这些国家海外资产配置的效率与安全，维护这些国家的主权权益。**本文在分析中国海外资产配置的特征事实与潜在风险的基础上，提出了一套系统的资产多元化配置策略，从而可以为中国政府和投资者应对外部形势变化提供一定的参考。

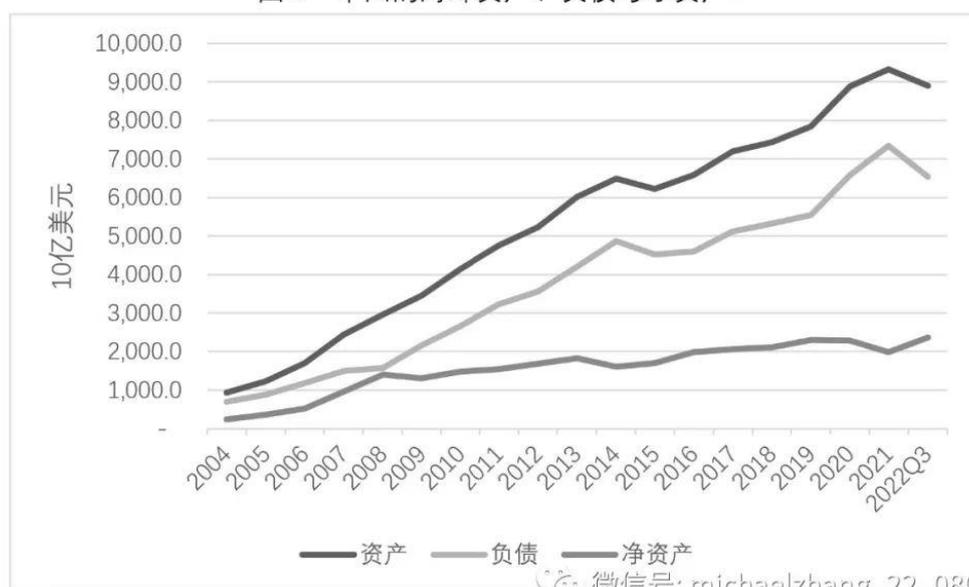
本文的结构安排如下：第二部分梳理中国海外资产配置的特征事实；第三部分剖析中国海外资产配置面临的问题与挑战；第四部分提出一系列具体的对策建议；第五部分为结论。

## **二、中国海外资产配置的特征事实**

过去二十年，中国一直是海外净债权国，持续拥有海外净资产。

如图 1 所示，2004 年底至 2022 年第三季度末，中国的海外资产由 9362 亿美元上升至 88980 亿美元，海外负债由 6954 亿美元上升至 65340 亿美元，海外净资产由 2408 亿美元上升至 23640 亿美元。总体而言，中国的海外资产与海外负债呈现逐年上升态势，仅在 2015 年与 2022 年前三季度出现回落。

图 1 中国的海外资产、负债与净资产



数据来源：CEIC。←

微信号: michaelzhang\_22\_0308

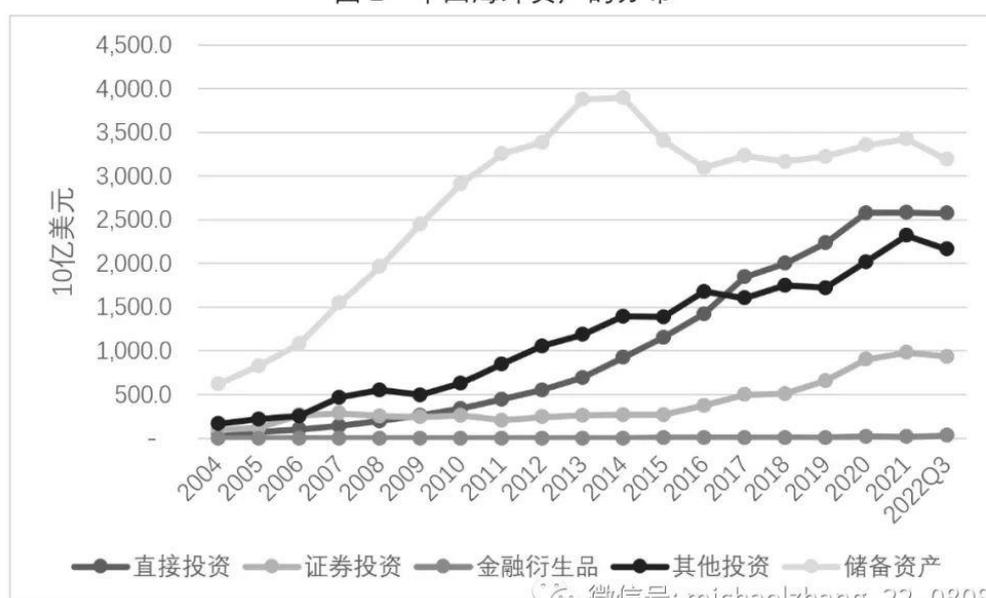
在中国海外资产的细项分布中，储备资产一直是最重要的部分（图 2）。中国储备资产规模先是由 2004 年底的 6186 亿美元上升至 2014 年底的 38993 亿美元，随后下降至 2022 年第三季度末的 31936 亿美元。储备资产占中国海外资产的比率在 2004 年为 66.1%，在 2009 年达到 71.0% 的峰值，到 2022 年第三季度末则降至 35.9% 的历史性新低。

在中国海外资产的其他细项中，从 2017 年起，直接投资超过其他投资，成为仅次于储备资产的第二大资产细项。截至 2022 年第三

季度末，中国海外资产中直接投资、其他投资与证券投资规模分别为 25764 亿美元、21654 亿美元与 9328 亿美元。迄今为止，中国海外金融衍生品投资规模非常有限，截至 2022 年第三季度末仅为 298 亿美元。

通过对细项变动的分析可以发现，在 2015 年，中国海外资产回落的主要原因在于储备资产规模的下降，该年中国海外资产减少了 2607 亿美元，其中储备资产规模就减少了 4932 亿美元。储备资产下降的主要原因是 2015 年 811 汇改前后，为了遏制人民币兑美元贬值压力，中国央行动用外汇储备干预市场所致。相比之下，在 2022 年前三季度，中国海外资产回落的原因在于储备资产、其他投资与证券投资三个细项均在下降。同期内，中国海外资产减少了 4263 亿美元，其中储备资产、其他投资与证券投资分别减少了 2333、1551 与 469 亿美元。

图 2 中国海外资产的分布



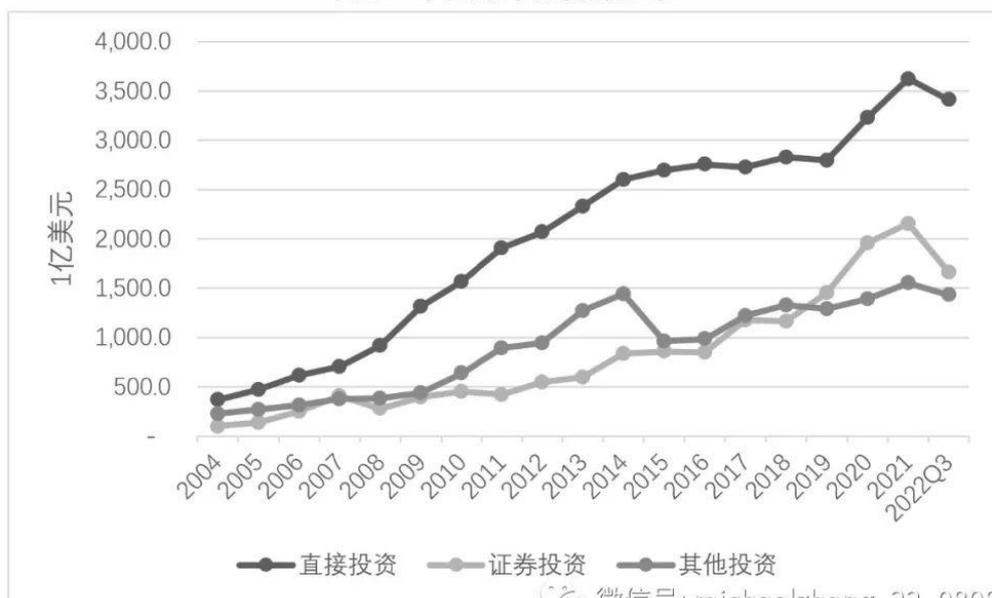
数据来源：CEIC。

微信号: michaelzhang\_22\_0808

**在中国海外负债的细项分布中，直接投资一直是最重要的部分。**

2004 年底至 2022 年第三季度末，外商直接投资存量由 3690 亿美元上升至 34111 亿美元。从 2019 年起，证券投资超过其他投资，成为中国海外负债中排名第二的细项。截至 2022 年第三季度末，中国海外负债中直接投资、证券投资与其他投资规模分别为 34111、16623 与 14320 亿美元。

图 3 中国海外负债的分布



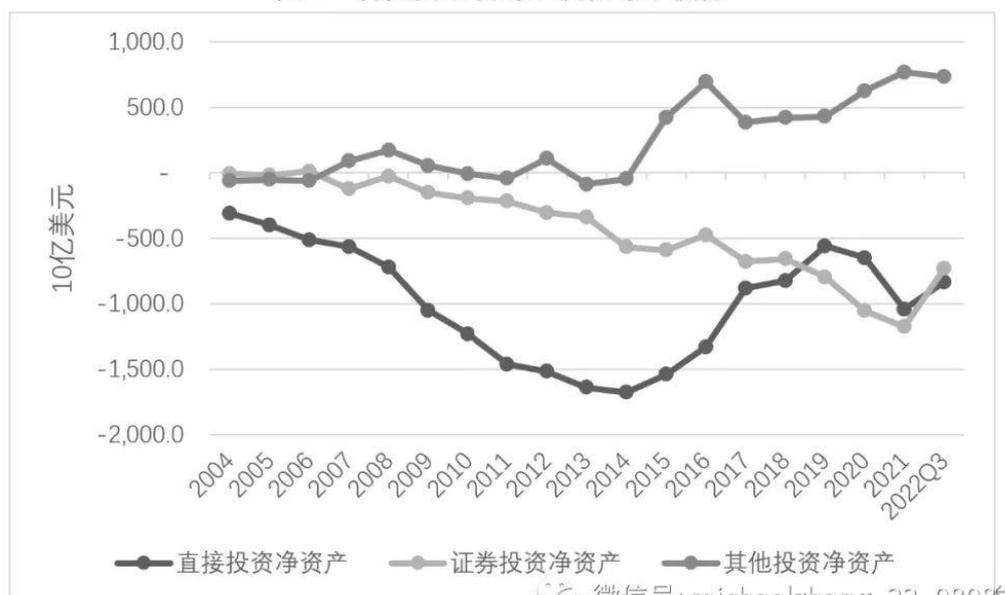
数据来源：CEIC。

微信号: michaelzhang\_22\_0808

**一个值得注意的事实是，如果剔除储备资产，则中国的海外净资产为负。因为储备资产是中国官方持有的，这就意味着，中国私人部门事实上是海外净债务人。例如，在剔除储备资产后，截至 2022 年第三季度末，中国面临 8296 亿美元的海外净负债。如图 4 所示，2004 年至 2022 年第三季度，中国在直接投资细项上一直是海外净债务人；除 2006 年之外，中国在证券投资细项上也一直是海外净债务人；自 2015 年以来至今，中国在其他投资细项上一直是海外净债**

权人。中国在证券投资方面的净负债以及在其他投资方面的净资产总体上呈现不断扩大之势，而中国在直接投资方面的净负债则表现出倒U型特征。2004年底至2014年底，中国的直接投资净负债由3093亿美元上升至16766亿美元。2014年底至2022年第三季度末，中国的直接投资净负债则由16766亿美元下降至8348亿美元。

图4 各投资细项的净债权与净债务



数据来源：CEIC 与作者的计算。

中国海外资产的很大一部分投资于美国。截至2023年第三季度，中国投资者持有美国长期资产占中国海外总资产的比重达到17%，占中国海外证券投资与储备投资之和的比重达到36%。如表1所示，中国投资者持有美国长期资产的规模由2007年6月底的9000亿美元上升至2015年6月底1.84万亿美元的峰值，随后逐渐下降至2022年6月底的1.47万亿美元。从细项来看，在中国投资者持有的美国长期资产中，长期国债的规模一直最高，且在2015年6月底达到1.27万亿美元的峰值；长期机构债的规模在2008年6月底一

度高达 5270 亿美元，但随着两房危机的爆发，中国投资者持有的长期机构债规模在次贷危机后发生了趋势性下降；股票的规模在 2015 年 6 月底达到 3300 亿美元峰值，且在 2021 年与 2022 年，中国投资者持有美国股票的规模超过了持有长期机构债的规模；长期公司债的规模一直很低。截至 2022 年 6 月底，中国投资者持有美国长期国债、股票、长期机构债与长期公司债的规模分别为 9370、2710、2440 与 180 亿美元。

表 1 中国投资者持有美国长期资产规模

单位：10 亿美元

年份	长期国债	长期机构债	长期公司债	股票	合计
2007	467	376	28	29	900
2008	522	527	26	100	1,175
2009	757	454	15	78	1,304
2010	1,108	360	11	127	1,606
2011	1,302	245	16	159	1,722
2012	1,139	202	22	221	1,584
2013	1,271	173	24	261	1,729
2014	1,260	203	24	318	1,806
2015	1,268	222	20	330	1,841
2016	1,239	196	16	178	1,628
2017	1,144	183	16	193	1,537
2018	1,187	181	17	217	1,601
2019	1,109	227	14	184	1,534
2020	1,040	239	23	231	1,533
2021	1,059	218	23	273	1,572
2022	937	244	18	271	1,470

注释：期限截至每年 6 月 30 日。

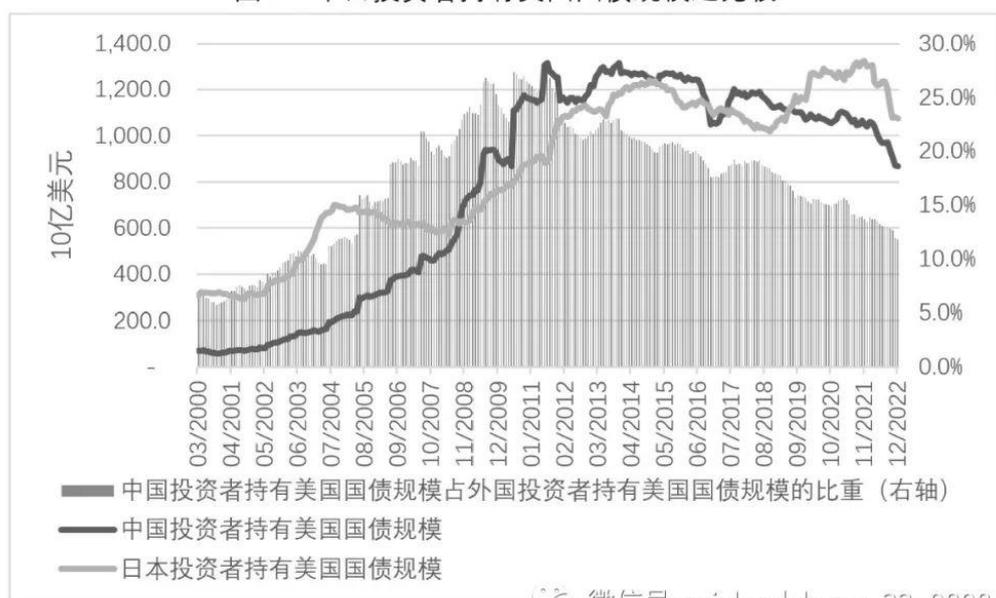
微信号: michaelzhang\_22\_0808

数据来源：美国财政部 TIC 数据库。

很长时间以来，中国投资者与日本投资者一直是美国国债市场的前两名外国投资者。不过，中日投资者持有美国国债的规模发生了多次此消彼长的变化。例如，如图 5 所示，在 2008 年 9 月，中国投资者超过日本投资者成为美国国债的最大外国投资者。又如，2019 年

6月至今，日本投资者超过中国投资者成为美国国债的最大外国投资者。此外，近期，中日投资者持有美国国债的规模都明显下降。值得一提的是，中国投资者持有美国国债规模占所有外国投资者持有美国国债规模的比重，由2000年3月的6.6%攀升至2011年7月28.2%的峰值后，逐渐回落至2022年12月的11.9%。

图5 中日投资者持有美国国债规模之比较

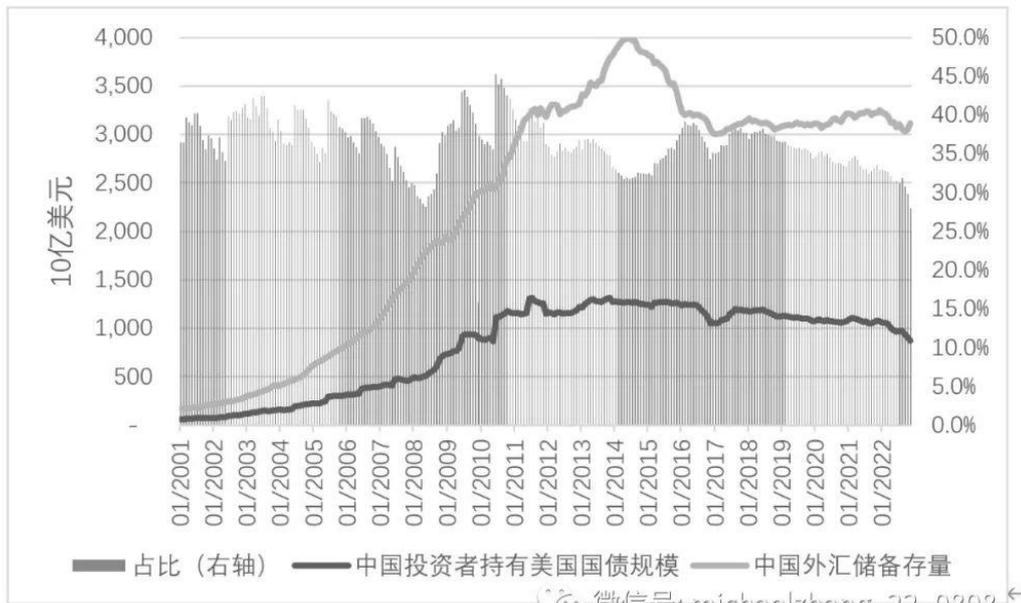


数据来源：CEIC 与作者的计算。

微信号: michaelzhang\_22\_0808

如图6所示，从月度数据来看，中国投资者持有美国国债规模触顶（2013年11月，1.32万亿美元）要显著领先于中国外汇储备规模触顶（2014年6月，3.99万亿美元）。中国投资者持有美国国债占中国外汇储备的比重在2010年6月一度达到45.3%的历史性峰值，到2022年12月下降至27.7%。

图 6 中国投资者持有美国国债规模与中国外汇储备规模之比较



数据来源：CEIC 与作者的计算。

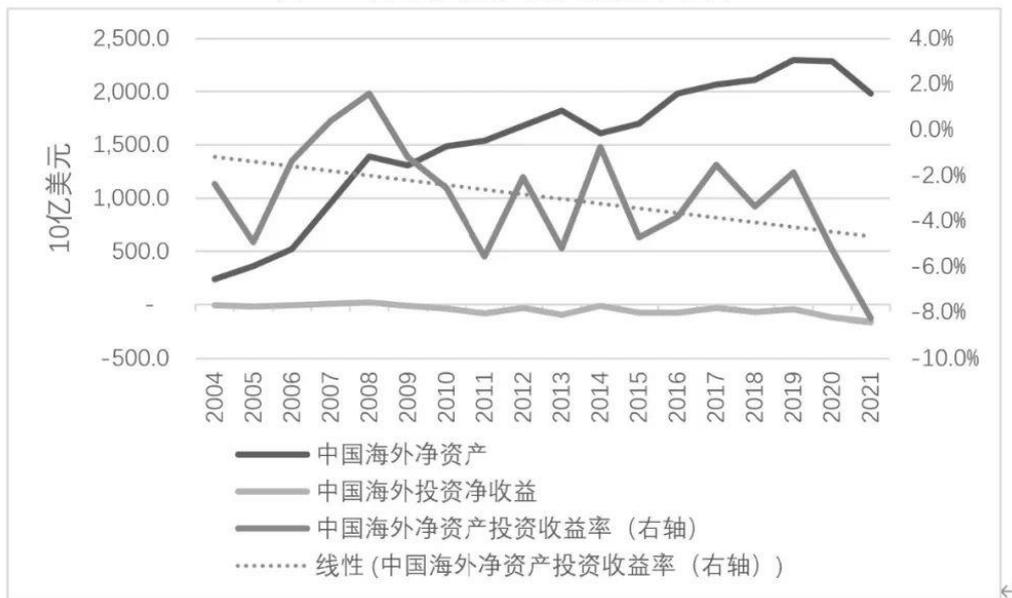
微信号: michaelzhang\_22\_0303

### 三、中国海外资产配置的问题与挑战

总体而言，迄今为止中国海外资产配置面临两个主要问题与挑战：**一是海外资产配置效率偏低；二是海外资产配置日益面临地缘政治冲突上升造成的安全问题。**

尽管中国是一个海外净债权人，但令人尴尬的是，中国海外投资净收益在绝大多数年份持续为负。这就好比中国一直在借钱给其他国家，同时一直在向其他国家支付利息。如图 7 所示，在 2004 年至 2021 年期间，尽管中国的海外净资产规模总体上呈现不断上升之势，但除 2007 年与 2008 年之外，中国的海外投资净收益持续为负，且也呈现出不断扩大之势。由此造成中国海外净资产投资收益率总体上为负且呈现不断恶化的格局。例如，在 2019 年、2020 年与 2021 年，中国海外净资产投资收益率分别为-1.9%、-5.3%与-8.3%。

图7 中国海外资产配置的效率不高



注释：中国海外净资产投资收益率等于中国海外投资净收益除以中国海外净资产。  
数据来源：CEIC 与作者的计算。

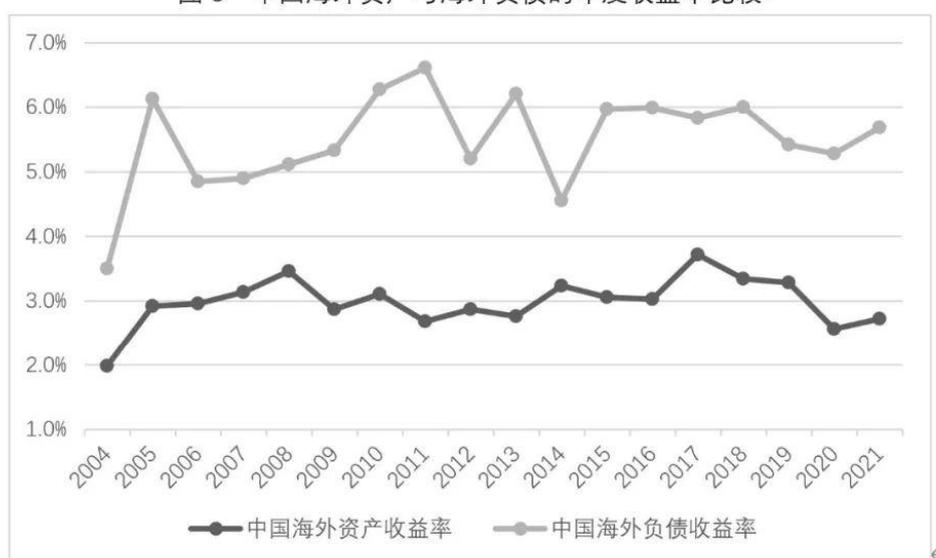
**造成上述尴尬格局的最重要原因，在于中国海外资产与海外负债的资产结构存在很大差异**（张明，2018）。如前所述，中国海外资产大部分配置在发达国家债券尤其是发达国家国债之上，这种资产的收益率通常很低。相比之下，中国海外负债更多配置在收益率较高的直接投资之上。这种资产方与负债方的配置结构差异，导致中国海外资产收益率持续显著低于中国海外负债收益率。如图8所示，2004年至2021年期间，中国海外资产收益率的均值为3.0%，而中国海外负债收益率的均值达到5.5%。

此外，与直接投资相比，债券投资容易受到市场利率波动的影响。例如，自2021年至今，由于美国国内通货膨胀水平高企，倒逼美联储持续加息缩表。自2022年3月至2023年3月，美联储已经连续9次加息，累计加息幅度高达475个基点。美联储短期内如此陡峭的加息，导致美国国债、美国机构债等长期债券市场价值大幅下跌，这

不仅是导致硅谷银行破产倒闭的最重要原因，也会导致中国投资者大量持有的美国国债与美国机构债市场价值大幅缩水。例如，张明（2023）的计算表明，在 2022 年，中国投资者持有美国国债的规模下降了 1732 亿美元，但同期内中国投资者净出售美国国债的规模仅为 126 亿美元，这意味着中国投资者持有的美国国债存量在 2022 年遭遇了高达 1606 亿美元的估值损失。

**从以上分析中可以看出，导致近年来中国海外净资产投资收益率显著下行的主要原因，是在美联储新一轮加息缩表背景下，中国海外资产尤其是债券资产市场价值明显缩水所致。在美联储本轮加息进程结束之前，中国海外净资产投资收益率下降的趋势仍会持续。**

图 8 中国海外资产与海外负债的年度收益率比较



注释：中国海外资产收益率等于中国国际收支表中投资收益项贷方除以中国国际投资头寸表中海外资产，而中国海外负债收益率等于中国国际收支表中投资收益项借方除以中国国际投资头寸表中海外负债。

数据来源：CEIC 与作者的计算。

微信号：michaelzhang\_22\_0808

对 2004 年至 2021 年各主要国家海外资产收益率与海外负债收益率进行比较分析，可以得出如下主要结论（表 2）：**第一**，该时期内

中国海外资产收益率（均值 3.0%）并不算低，虽然低于美国（均值 3.6%）与日本（均值 3.2%），但高于德国（均值 2.8%）、印度（均值 2.3%）与巴西（均值 2.1%）。不难看出，新兴市场国家海外资产收益率普遍低于发达国家，而中国的该项指标表现是新兴市场国家中较好的；**第二**，该时期内中国海外负债收益率（均值 5.5%）是主要国家中最高的，不仅高于印度（均值 4.1%）与巴西（均值 4.8%），也高于美国（均值 2.4%）、日本（均值 1.5%）与德国（均值 2.2%）。中国海外负债收益率之所以很高，一方面是因为外商直接投资在中国海外负债中占比较高，另一方面是中国经济在改时期内增长最快，因此提供了更高的资产回报率；**第三**，该时期内发达国家的海外资产收益率均高于海外负债收益率，而新兴市场国家的海外资产收益率均低于海外负债收益率。这一方面与新兴市场国家大多依靠吸引外商直接投资来促进本国经济增长有关，另一方面也与本国金融市场不够发达，外汇储备主要投资于发达国家政府债券有关。

表 2 主要国家海外资产收益率与海外负债收益率的比较

	美国		日本		德国		中国		印度		巴西	
	资产	负债										
2004	4.0%	2.9%	2.9%	1.1%	3.3%	3.0%	2.0%	3.5%	2.6%	3.6%	2.9%	4.6%
2005	4.0%	3.1%	3.4%	1.4%	3.8%	3.7%	2.9%	6.1%	2.9%	4.7%	2.9%	8.2%
2006	4.1%	3.5%	3.7%	1.7%	3.9%	3.4%	3.0%	4.9%	3.4%	4.6%	1.8%	4.3%
2007	3.9%	3.4%	3.7%	1.9%	4.2%	3.7%	3.1%	4.9%	3.6%	4.4%	3.0%	5.9%
2008	4.2%	3.0%	3.4%	1.7%	3.8%	3.7%	3.5%	5.1%	4.4%	4.6%	3.4%	6.3%
2009	3.3%	2.4%	2.9%	1.3%	3.1%	2.4%	2.9%	5.3%	3.3%	3.8%	1.2%	4.8%
2010	3.3%	2.2%	2.9%	1.2%	2.8%	2.3%	3.1%	6.3%	2.0%	3.7%	1.6%	3.4%
2011	3.5%	2.2%	3.1%	1.2%	3.2%	2.3%	2.7%	6.6%	1.7%	3.6%	0.9%	3.7%
2012	3.5%	2.1%	3.0%	1.3%	2.5%	1.8%	2.9%	5.2%	1.4%	3.8%	0.2%	3.4%
2013	3.3%	2.0%	3.2%	1.3%	2.4%	1.7%	2.8%	6.2%	1.5%	3.8%	1.5%	3.9%
2014	3.4%	2.0%	3.3%	1.5%	2.5%	1.9%	3.2%	4.6%	1.6%	4.0%	2.6%	4.4%
2015	3.5%	2.0%	3.2%	1.4%	2.4%	1.7%	3.1%	6.0%	1.7%	3.9%	1.5%	4.9%
2016	3.6%	2.0%	3.1%	1.6%	2.4%	1.7%	3.0%	6.0%	1.8%	4.4%	2.8%	4.9%
2017	3.6%	2.0%	3.1%	1.5%	2.1%	1.5%	3.7%	5.8%	1.8%	4.0%	2.2%	3.9%
2018	4.4%	2.4%	3.3%	1.8%	2.6%	1.6%	3.3%	6.0%	2.2%	4.6%	3.2%	5.7%
2019	3.9%	2.2%	3.1%	1.7%	2.2%	1.3%	3.3%	5.4%	2.0%	4.4%	2.9%	4.6%
2020	2.9%	1.6%	2.5%	1.3%	1.6%	1.0%	2.6%	5.3%	1.6%	4.2%	2.9%	8.2%
2021	3.0%	1.7%	3.2%	1.4%	1.9%	1.0%	2.7%	5.7%	1.4%	4.4%	1.8%	4.3%
均值	3.6%	2.4%	3.2%	1.5%	2.8%	2.2%	3.0%	5.5%	2.3%	4.1%	2.1%	4.8%

注释：一国海外资产收益率等于该国国际收支表中投资收益项贷方除以该国国际投资头寸表中海外资产，而一国海外负债收益率等于该国国际收支表中投资收益项借方除以该国国际投资头寸表中海外负债。

微信号: michaelzhang\_22\_0808

数据来源：CEIC 与作者的计算。

此外，有必要指出的是，以上笔者仅仅计算了中国海外资产配置的财务收益，但并未考虑中国海外资产配置的宏观收益。例如，拥有较高规模的海外资产（尤其是外汇储备），既是我国长期经济高增长的客观结果与国际竞争力增强的重要标志，也是我国维持本币汇率稳定、推动资本账户开放与防范化解金融风险的重要资源与保障。换言之，虽然重视中国海外资产配置的财务收益有其必要性，但不能因此而忽视较高规模的海外资产在保障我国经济稳定与可持续发展方面所发挥的宏观作用。

在 2008 年全球金融危机爆发后至今，全球经济陷入长期性停滞

格局，经济增长总体上乏善可陈；同时，发达国家在危机后实施的极度宽松货币政策推动资产价格上升，导致国内贫富差距显著拉大。为了缓解国内政治压力，发达国家政客选择将矛盾向外推，归咎于外部的“替罪羊”，这其实是英国公投脱欧、美国挑起中美经贸冲突的深层次原因。在新冠疫情暴发并持续肆虐之后，国际地缘政治冲突加快上升。更为严峻的是，2022年2月乌克兰危机爆发并持续至今。在该冲突爆发后，以美国为首的七国集团宣布冻结俄罗斯的外汇储备与黄金储备。事实上，这意味着美国政府及其盟国，向俄罗斯宣布其投资的发达国家金融资产定向违约（余永定，2022）。

美国政府的这一举动，严重损害了国际投资者眼中美国国债作为全球最重要安全资产（Safe Asset）的声誉。包括中国、印度等新兴市场国家的主权投资者均意识到，一旦本国卷入与美国的地缘政治冲突，美国完全可能故技重施。为了规避相应风险，自乌克兰危机爆发至今，很多主权国家持有美国国债的规模都出现了较为明显的下降（当然，这包括美国加息导致美国国债市场价格下降的被动减持以及主权国家净出售美国国债的主动减持）。除美国之外，投资美国盟国的金融资产也面临被联合制裁的风险。在这一背景下，新兴市场国家很可能不得不增加对实物资产（例如大宗商品与黄金）的投资。由此，美元的国际储备货币地位将被显著削弱，大宗商品与黄金的重要性开始上升，这就是所谓“布雷顿森林体系 III”假说的由来（Zoltan, 2022a, 2022b）。

简言之，中国海外资产配置面临收益率偏低与安全风险上升两大

问题与挑战，这两大挑战在美联储连续加息与乌克兰危机背景下变得更加突出与迫切，需要运用一套系统多元化策略进行应对。

#### **四、应对策略**

为了更好地应对中国海外资产配置面临的问题与挑战，笔者在此提出一套系统的主权海外资产多元化配置方案，主要包括以下六点举措。

**第一，优化中国海外资产的持有主体结构，在保障适当外汇储备规模的同时推进“藏汇于民”。**一方面，考虑到我国具体国情和未来外部不确定性的上升，保持合意的外汇储备规模依然是必要的。在受到资本外逃、汇率贬值等外部冲击时，外汇储备仍是保障我国外汇市场稳定和金融安全的重要工具。另一方面，将部分官方外汇储备转变为我国金融机构与企业持有的外汇资产，这有助于降低由政治因素导致的主权违约风险。与中国官方投资者相比，由中国金融机构与企业（尤其是民营金融机构与企业）开展的对外金融投资，遭遇外国政府制裁与冻结的概率相对较低（当然遭遇制裁的概率无法被排除，而且概率随着双边冲突的上升将会不断增加）。因此，中国政府应该通过继续深化金融市场改革，丰富风险对冲工具，有序扩大 QDII 额度和投资范围，来提高我国金融机构和企业的持汇意愿。值得一提的是，这里的“藏汇于民”是指“藏汇”于机构，而非“藏汇”于中国家庭。这是因为，一旦大量外汇资产到了家庭手中，就将变为不可逆的资产，重新转化为主权外汇资产的概率明显低于“藏汇”于机构。

**第二，转变中国主权投资者持有美元资产的方式，从直接、独立**

**持有向间接、共同持有转变。**为降低极端情形下持有美元资产被冻结的政治风险，中国主权投资者应以更隐蔽、更市场化的方式持有美元资产。首先，可以提高间接持有比重，例如通过位于卢森堡、比利时、爱尔兰、维京群岛、开曼群岛等离岸金融中心的第三方乃至第四方机构间接持有美元资产（尽管这样会导致相关中间环节的成本增加）。其次，可以增加合作投资的规模，尤其是重视拓展与美国金融机构开展合作投资的方式和渠道。再次，除投资美国公开证券外，也可通过投资私募股权、不动产等另类投资来增强双方利益捆绑，降低被制裁风险。

**第三，显著增加对实物资产的配置。**面对国际经济政治不确定性显著上升的背景，中国主权投资者应考虑增加对外汇资产之外的战略性实物资产的配置。一方面，应持续增加黄金储备。迄今为止，黄金依然是全球范围内最重要的避险资产之一。此外，美国国债作为全球安全资产的战略地位下降，这反过来有助于提升黄金的安全资产地位。事实上，自2022年11月以来，我国已经连续多个月增持黄金储备。面对黄金市场的高位震荡，未来应需根据战略需求和现实价格适时增加黄金储备。另一方面，应持续增持能源、资源等实物资产。2022年能源、粮食等大宗商品价格显著上涨。将部分外汇资产转变对能源、矿产等大宗商品的实物资产进口，并增加对大宗商品期货的投资及大宗商品供应商的股权持有，这样既能满足我国庞大的大宗商品进口需求，也有利于进行跨期风险对冲。

**第四，进一步推进外汇储备投资的国别多元化，优化非美货币的**

**资产配置。**自乌克兰危机爆发后至今，全球外汇资产配置的去美元化、碎片化趋势明显加强。因此，未来中国外汇资产配置应加强币种和国别多元化，并注意权衡在不同国家和地区投资的期限结构和风险类型。一方面，除美元外，适时增加对欧元、日元等发达国家的金融资产配置，同时应考虑在美国盟国内部分散风险应对极端情形风险的有限性。另一方面，可增加在部分经济金融稳定、与我国双边关系良好、在经济结构上与我国存在较强互补性的新兴市场和发展中国家的资产配置。

#### **第五，促进中国主权投资者在美元资产内部的更加多元化配置。**

如前所述，即使不投资美国而投资其他发达国家的金融资产，同样面临被联合制裁的风险。此外，如果投资新兴市场国家与发展中国家的金融资产，尽管被金融制裁的风险下降了，但市场风险却会显著上升。因此，中国主权投资者依然有必要通过在美元资产内部的多元化配置来降低被美国政府制裁的风险。例如，相比于投资美国国债与机构债，如果中国投资者增持美国企业债券与公司股票，那么被美国政府直接冻结的概率将会显著下降。一方面，主权违约与私人部门违约是两个不同概念。另一方面，中国投资者集中投资的美国企业也会加大向美国政府的游说力度。

**第六，动态监测外汇资产风险，做好危机应对预案。**应对我国主权外汇资产面临的潜在风险进行全面动态评估，并进行风险防范预演和准备不同危机情景下的应对预案。值得一提的是，美联储加息与美元走强，导致部分新兴市场与发展中国家爆发金融危机的概率显著上

升。需要特别注意我国在风险较高的新兴市场与发展中国家中的外汇资产安全，例如应充分防范“一带一路”沿线国家对我外汇借款的潜在违约风险。此外，值得指出的是，在做好危机应对预案，提前做好被西方发达国家经济制裁准备之下，保持中国经济稳步增长，稳定中国国内政治大局是根本应对之策。正如霍夫鲍尔等（2011）通过历史分析指出，受制裁国国内的经济和政治氛围影响着—个制裁事件的最终结果，经济制裁的真正功能在于消耗。

**上述六条政策建议之间的相互关系是：**第一条与第二条建议是指海外资产配置的投资主体多元化与投资方式多元化；第三条至第五条是对中国主权投资者资产配置的直接建议，并按照由广义到狭义的范畴提出，首先是从金融资产到实物资产，其次是从美国到其他国家，再次是在美元资产内部的多元化；第六条是风险监测与防范。这六条建议构成了一套系统的海外资产多元化配置逻辑与方法。在以中国为代表的新兴市场国家在海外资产配置上日益面临资产安全性与资产收益性的双重风险冲击之下，这套资产多元化配置策略可以为中国政府和投资者应对外部新形势变化提供—定参考。

## 五、结论

按照规模由高至低排序，当前中国海外资产配置主要集中于储备资产、直接投资、其他投资与证券投资，中国海外负债主要集中于直接投资、证券投资与其他投资。尽管绝对规模与相对占比近年来有所下降，中国投资者依然大量投资于美元资产。按照规模由高至低排序，当前中国投资者对美元资产的配置主要集中于美国国债、美国股票与

美国机构债。当前中国是仅次于日本的美美国债市场上第二大外国投资者。

中国海外资产配置主要面临两大问题与挑战。其一，由于资产负债配置的结构差异，导致中国海外资产收益率显著低于海外负债收益率，从而不得不作为净债权人面临投资收益为负的尴尬局面。其二，随着国际地缘政治冲突的上升，中国主权投资者对发达国家政府债券的投资面临遭遇制裁的政治风险。上述两大风险在美联储连续加息以及乌克兰危机爆发的背景下变得更加突出。

为系统应对上述问题与挑战，笔者提出了六条对策建议：一是优化中国海外资产的持有主体结构，在保障适当外汇储备规模的同时推进“藏汇于民”；二是促进中国主权投资者在美元资产内部的更加多元化配置；三是转变中国主权投资者持有美元资产的方式，从直接、独立持有向间接、共同持有转变；四是进一步推进外汇储备投资的国别多元化，优化非美货币的资产配置；五是显著增加对实物资产的配置；六是动态监测外汇资产风险，做好危机应对预案。

### **参考文献：**

Zoltan, Pozsar. “Bretton Woods III” , Credit Suisse, 7 March, 2022a.  
<https://static.bullionstar.com/blogs/uploads/2022/03/Bretton-Woods-III-Zoltan-Pozsar.pdf>.

Zoltan , Pozsar. “Money, Commodities, and Bretton Woods III” , Credit Suisse, 31 March, 2022b. <https://www.macrodessiac.com/content/files/2022/04/document-1196624.pdf>.

霍夫鲍尔等：《反思经济制裁》，上海人民出版社，2011年。

李仁真、关蕴珈（2022）：“乌克兰危机下美欧利用 SWIFT 制裁俄罗斯的影响及其对中国的启示”，《国际贸易》，第9期，第79-86页。

潘宏盛（2022）：“西方涉俄金融制裁对美元国际地位的影响”，《中国外汇》，第23期，第27-29页。

余永定（2022）：“金融“武器化”的启示”，《中国经济周刊》，第9期，第98-101页。

张蓓（2022）：“金融制裁对国家金融安全的影响与应对”，《国家安全研究》，第5期，第135-151页。

张明（2018）：“全方位透视中国外汇储备下降：估值效应、适度规模与资产结构”，《学术研究》，第7期，第97-102页。

张明（2023）：“如何看待2022年中国投资者持有美国国债规模的大幅下降”，《金融博览》，第3期，第44-45页。

周宇（2022）：“全球金融公共品的武器化及其形成机制”，《国际关系研究》，第4期，第71-86页。

[1]当然, 笔者也注意到自乌克兰危机爆发至今, 美国的金融制裁已经扩展至俄罗斯部分企业尤其是寡头企业的海外资产。但笔者认为, 只要冲突规模没有达到特定阈值, 中国民营企业海外资产被没收的概率显著低于中国国有企业, 而中国国有企业海外资产被没收的概率要低于中国官方投资者 (例如外管局)。即使官方投资者之间, 被制裁的概率事实上也有差别。例如, 中投公司被很多美国机构认为是国际财务投资者, 因此中投公司遭遇制裁的概率将会低于中国外管局及下属公司。