

以中國對美國資本回流率 檢視貨幣權力理論

沈麗山

(中臺科技大學通識教育中心老人照顧系助理教授)

摘要

Benjamin J. Cohen 和 Eric. Helleiner 對貨幣權力進行概念論述，但欠缺具體操作指標，學者趙文志依 Cohen 貨幣權力理論中的延遲權力與轉移權力，提出延遲權力中有中、美兩國外匯儲備量、國債發行規模的借貸能力，轉移權力以貿易占 GDP 比值的開放程度，共三項具體指標，指出美國開放度比中國低、但美元流動性與借貸能力高於中國，說明美國對中國有貨幣權力，但該文無法說明中國外匯存底和貿易開放程度都高於美國，但為何是美國擁有貨幣權力，顯然中美貨幣權力關係更多的決定於借貸能力，而非另外二者。本文觀察中國對美國資本帳占經常帳比例形成的對美國資本回流率，作為檢視借貸能力的具體指標，同時定義美國貨幣權力表現在美國有能力影響人民幣匯率持續走升。發現中國對美國資本回流率和人民幣匯率呈相當正關聯，將中國對美國資本回流率和人民幣匯率做為補充貨幣權力的具體可觀察指標。

觀察中國從 2008 至 2013 年改變購買美國債券資產行為，出現若干增減循環波段，同時增持日本債券資產和進行對外直接投資，造成中國美國資本帳變化較大，改變近 20 年來中國對美國資本帳幾近甚或超越經常帳的常態，資本帳占經常帳比例巨幅降至 30% 左右，相對應的人民幣匯率也隨此出現不同速度的升值速率。

中國對美國資本回流率和人民幣匯率走勢大致相符，但若干年度出現時間差。分析原因有二，除中國持有美國債券為長天期造成出售時間差外，發現中國處理美國國債和美國國債以外債券資產有所不同，前者更能反映與人民幣匯率走勢關聯。即在 2008 年後扣除中國持有美國國債以外債券資產後，單以美國國債和以此為計算基礎的中國對美國資本回流率與同時期人民幣匯率呈高度正相關，說明在美、中兩國案例中貨幣權力確有解釋力，而貨幣權力中的借貸能力更有關鍵作用。

關鍵詞：貨幣權力、資本回流率、美國債券資產、日本債券資產、對外直接投資

壹、前言

中國和美國之間經常帳 (current account) 和資本帳 (capital account) 互相流動形成收支帳 (balance of payment) 均衡，中國對美國主要因貿易順差產生經常帳盈餘，反向經由購買美國債券資產對美國回流資本。由於美國債券仍是各國外匯存底及其他資金最主要且安全配置管道，中國外匯主要是對美國貿易順差獲取，以及美國在國際政治經貿上的主導地位，中國和多數對美貿易順差國家以購買美國債券作為外匯存底最主要資產配置。形成中國將美元資本回補美國政財缺口，國際貿易依賴美元進行結算，貿易順差進入國內的美元資金，中國央行「中國銀行」須以等額人民幣發出，「外匯占款」造成人民幣投放規模過大，帶來大陸內部通貨膨脹，對外人民幣匯率升值的雙重壓力。美元作為國際通行貨幣的「鑄幣權」(Seigniorage) 地位和中美間嚴重貿易失衡，中國在國際社會仰賴美元結算及儲備，對內無法抑制美元轉化「外匯占款」造成基礎貨幣投放規模過大，形成美元對中國「貨幣權力」(monetary power) 現象。

中國從 1978 年改革開放重新融入國際社會即致力發展國際貿易，對內緩解過剩農業人口就業問題，對外獲取外貿盈餘支持國內經濟建設，確立貿易大國地位。中國外匯存底在 1990 年代開始增加，特別在 2001 年進入世界貿易組織後出口增速加快，外匯存底呈爆發式增長，其中尤以中國對美國貿易巨額順差所帶來的資本成為其外匯存底增長最主要來源，中國外匯存底從 1996 年的 0.1 兆美元至 2013 年 12 月的 3.8 兆美元。2008 年以前中國主要以購買美國債券資產作為外匯存底資產配置，但中國資本市場管制，貿易獲取的美元經由外匯沖銷造成內部「外匯占款」投放超額貨幣，產生通貨膨脹，對外因沖銷購入大量美元，造成人民幣升值壓力。

人民幣是貿易大國中唯一不允許自由兌換的貨幣，理論上此防火牆足以抵擋美國影響人民幣匯率政策，但實際上從 2005 年 7 月中國宣佈人民幣採取「一籃子貨幣」浮動匯率至 2014 年 3 月前一直保持升值走勢，期間僅 2008 年 8 月北京奧運前夕首次出現回貶，2008 年 8 月至 2010 年 8 月保持穩定，2010 年恢復緩步走升，2012 年人民幣出現較明顯的上下浮動，結束人民幣對美元單向升值，但在 2013 年再次呈相對較快走升速度，且從 2008 年 8 月以來出現升貶交錯走勢。

由於中國需以對美國資本帳回流方式穩定其外匯儲備的安全性和流動性，被 Benjamin J. Cohen 稱為美國對中國具備貨幣權力，中國要降低美國貨幣權力從經常帳著手得大幅減少對美國貿易順差，從資本帳就是降低外匯儲備中美國債券資產比例，前者現階段不可行，後者成為可能選項。除此之外，中國規避美國貨幣權力的策略包括推動人民幣國際化，主要以多個雙邊及多邊貨幣互換協議，跨境貿易人民幣結算，和離岸人民幣市場等組成人民幣國際化進程，貨幣互換協議起於中國因應 1997 年亞洲金融風暴的清邁協議，至 2012 年最新議東協加 3 可動用資本規模為 2,400 億美元，至 2014 年底其他貨幣互換協議主要有與歐洲央行、南韓、香港等規模達 33,532 億人民

幣。跨境貿易人民幣結算發展亦相當快速，由 2010 年的 5063 億人民幣至 2014 年的 6.55 兆人民幣。但 2014 年人民幣僅占全球支付總額的 1.62%，相較美元 40.19% 仍有相當距離，加上中國對歐美等主要貿易國家貿易順差，迄今未完全開放資本帳，使人民幣國際化進程受限於自身資本帳自由化不足的兩難困境。

在現行人民幣國際化未盡全功前，中國降低美國貨幣權力最能著力處即是分散外匯存底中的美國債券資產比例。在 2008 年後更多的購買日本債券資產和對外直接投資，以美國財政部、日本銀行、國際貨幣基金、中國商務部、國家外匯管理局資料，說明近年中國所做的努力。

本文觀察中國對持有美國債券資產的變化，同時在減緩美國債券資產幅度，改而更多的持有日本債券資產和對外直接投資，檢視貨幣權力理論中重要條件「借貸能力」的改變，說明中國何以在 2008 年 7 月至 2010 年 6 月約兩年時間保持人民幣對美元匯率停滯在 6.83 (1 美元兌換人民幣，下同) 左右，和在 2012 年出現上下浮動，這種自主能力的展現，一方面說明美元對中國存在貨幣權力，但隨著中國對美國債券資產依賴性降低，人民幣匯率政策自主性越高。

貳、文獻回顧與本文架構

初期貨幣權力以人民幣如何融入美國主導國際經貿秩序，人民幣和美元互動關係為主要討論議題，^①近年隨著中國經貿地位崛起注意到人民幣在國際貿易貨幣結算和各國外匯儲備資產地位的崛起。^②貨幣權力也在討論歐元區可否獨立於美元之外，規避美國政治經濟干預和美元霸權地位，成為各國外匯儲備貨幣資產，和歐元區對產油國家貿易結算貨幣。運用於觀察中國經貿崛起，討論人民幣可否循歐元模式，成為新興外匯儲備貨幣資產。^③

Benjamin J. Cohen 對貨幣權力著墨較多，認為貨幣權力為國家間貨幣相對地位，何者擁有較強的延遲能力 (power to delay) 和轉移能力 (power to deflect)。延遲能力決定於國際資產流動部位 (international liquidity)、外匯存量 (owned reserves) 以及借貸能力 (borrowing capacity)，而借貸能力指的是美國能較其他國家更容易售出債券資產，即美國債券在國際債券市場擁有最好的安全性、流通性和變現性。轉移能力指可

註① Gregory Chin and Eric Helleiner, "China as a Creditor: A Rising Financial Power?," *Journal of International Affairs*, Vol. 62, No. 1 (Fall/Winter 2008), pp. 87-102.

註② Mattias Vermeiren, "Foreign Exchange Accumulation and the Entrapment of Chinese Monetary Power: Towards a Balanced Growth Regime?," *New Political Economy*, Vol. 18, No. 5 (January 2013), pp. 680-714; Robert Carbaugh, "Can The Dollar Remain the World's Most Important Reserve Currency?," *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 4, No. 7 (July 2005), pp. 9-16.

註③ Gerard Strange, "The Euro, EU Social Democracy, and International Monetary Power: A Critique of New Constitutionalism," *Globalizations*, Vol. 9, No. 2 (April 2012), pp. 257-272. 有關歐元存在結構性問題的討論見於 Benjamin J. Cohen, *The Future of Global Currency: The Euro Versus the Dollar* (Oxford, UK: Routledge, 2011), pp. 3-5.

將本國貨幣購買力轉移至他國，各國以此貨幣進行貿易結算，因鑄幣權擁有國際強勢硬通貨地位。^④另外，Cohen 稱貨幣權力決定於影響力（influence）和自主性（autonomy），中國對美國享有巨額貿易順差的同時以持有美元資產作為貿易順差及外匯最主要配置形式，如是美國對中國產生影響力，而影響力表現於美國能影響人民幣匯率，而中國無法影響美元；自主性表現於國家對貨幣和財政政策的自主能力，謂之國家主權（national sovereignty）和國際談判能力（international bargaining），雖然中國有巨額美國債券資產，但這不足以干預美國貨幣政策，反之中國面對金融海嘯必須調整其財政和貨幣政策。^⑤Paolas Subacchi 和 Cohen 認為美元形成結構性權力（structure power），國際社會不單由美國，友邦如日本、拉美國家、新興工業國家、產油國家，甚或轉型國家（transition countries，指前共產國家）都支持美元地位，人民幣或歐元只能成為各國外匯存底配置附加選項，不能取代美元的國際貨幣儲備地位。^⑥Helleiner 解釋美元成為國際儲備貨幣在於說服他國接受美元儲備地位的自信（confidence）：美元和美國債券資產的流動性（liquidity），和美元較之他國貨幣所沒有的跨國網絡（transnational networks）。^⑦同時近 20 年來中國對美貿易順差累積的巨額外匯存底多以美元資產形式配置，對外貿易仰賴美元進行結算，使中國更困於國際美元貨幣體系（dollar-based international monetary system），中美貿易、資本回流和美國貨幣權力存在共生關係。^⑧中國規避美國貨幣權力最有效途徑應為仿效歐元模式，在亞太建立人民幣區，和貿易夥伴以本幣或人民幣進行貿易結算，並逐步成為各國外匯備貨幣，但人民幣國際化仍有相當進程有待解決。^⑨美元對於中國有極強借貸能力和流動性，而中國龐大外匯存底所形成的自主性並不能轉換成影響力。^⑩Vermeiren 認為中美兩國嚴重貿易失衡下中國仰賴對美國資本回流達成再平衡，說明中國受困於內需市場不足消耗產能市場，貿易順差導致基礎貨幣投入量過大，中國貨幣政策工具不足以抗衡美國的窘境。^⑪美國對中國貨幣權力最主要例證，如迫使中國於 2005 年 7 月放棄固定匯率制，改以浮動匯率並使人民幣升值；中國在國際經貿秩序中仰賴美元，除以持有美國債券

註④ Benjamin J. Cohen, "Macro Foundations of Monetary Power," in D. M. Andrews ed., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006), pp. 31-50.

註⑤ Benjamin J. Cohen, "The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity," *International Affairs*, Vol. 84, No. 3 (May 2008), pp. 455-470.

註⑥ Paolas Subacchi, "Who is in Control of the International Monetary System?," *International Affairs*, Vol. 86, No. 3 (May 2010), pp. 665-680.

註⑦ Eric Helleiner, "Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar?," *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3 (July 2008), pp. 354-378.

註⑧ Gregory Chin and Eric Helleiner, "China as a Creditor: A Rising Financial Power?," p. 92.

註⑨ Miguel Otero-Iglesias, "The Influence of the Euro in Reshaping Global Monetary Governance: Perceptions from Financial Elites in Brazil and China," *European Law Journal*, Vol. 18, No. 1 (January 2012), pp. 122-142.

註⑩ Benjamin J. Cohen, "The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity," p. 467-469.

註⑪ Mattias Vermeiren, "The Crisis of US Monetary Hegemony and Global Economic Adjustment," *Globalizations*, Vol. 10, No. 2 (April 2013), pp. 245-259.

資產債作為主要外匯儲備配置形式，對美國巨額貿易順差致使人民幣處於長期走升趨勢。Jonathan Kirshner 稱人民幣被美國貨幣權力「圈禁」(entrapment)，中國驚覺維持美元地位和其自身國家利益綁在一塊，甚而被迫調整人民幣匯率和財政政策以維持美元的國際地位。^⑫上述學者論述都假設中國因與美國經常與資本帳的不對稱互換，導致人民幣相對脆弱，而美元具有貨幣權力。

但上述文獻都欠缺具體可驗證項目，特別是最有可能說明貨幣權力現象的美、中貨幣權力關係，在近多個年份，中國為美國最主要貿易逆差來源國亦為最大債權國，同時美國經常要求人民幣匯率走升，迄今仍無任何文獻提出具體有效指標驗證 Cohen 等人的貨幣權力。

國內學者趙文志首次用中、美外匯儲備、國債發行規模，貿易占 GDP 比值三項指標檢視 Cohen 貨幣權力理論中的延遲能力與轉移能力概念，以數據指出美國開放度比中國低不易受外在影響、管理適應性比中國高、資訊可得性、要素流動性與借貸能力都高於中國。^⑬其中具體且有正相關的為借貸能力，以它國持有美國國債總量做為評估美元借貸能力。

本文擴大觀察範圍，以中國持有包括美國國債的所有美國債券資產和對美國投資的資本帳，和中國對美國貿易順差取得的經常帳之間關聯性，取得二者的收支帳平衡或稱中國對美國資本回流率為觀察範圍；其二採動態連續觀察，以 2000 至 2013 年較長時間觀察中國對美國資本回流率；其三是提出對應觀察指標的人民幣匯率走勢，假設中國降低對美國資本回流率，減少美元對中國的借貸能力和流動性，貨幣權力降低，中國的人民幣匯率操作自主性提高。邏輯順序為中國降低美元資產，美元貨幣權力下降，中國匯率政策自主性加強，人民幣匯率減緩升值速度或呈現升貶交錯而非單向升值走勢，以資本回流率和匯率兩項指標驗證貨幣權力是否具實證解釋力。特別是 2005 年中國開始匯率改革以來，中國對美國資本回流率和人民幣匯率走勢是否有相關性，具體指標為中國外匯儲備多以持有美國債券資產形式配置，中國降低持有美國債券資產和對美國資本回流率，可同步減緩美元貨幣權力，對照人民幣匯率走向，中國如能降低美元貨幣權力，就能掌控人民幣匯率在其可控範圍內緩步升值，或呈現升貶交錯而非單向升值走勢。其四，進一步就中國對美國資本回流切割成所有美國債券資產，美國國債，和美國國債以外的其他債券資產三個組成部分，觀察三者何者與人民幣匯率變動關聯性最高。

註^⑫ Jonathan Kirshner, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1995), pp. 3-15.

註^⑬ 趙文志，「國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析」，*問題與研究*，第 50 卷第 2 期（2011 年 6 月），頁 143-167。該文以國際資產流動部位、擁有的外匯，借貸能力檢視延遲能力；以開放程度和適應性程度檢視轉移能力。歸納其文認為實質上僅討論：中、美外匯儲備、國債發行規模，貿易占 GDP 比值三個指標。趙文志該文為國內對貨幣權力進行文獻整理最全面者，文中討論了 David M. Andrews, Jonathan Kirshner, Matthias Kaelberer, 和 Susan Strange 等人對貨幣權力的看法。

參、評估中國外匯儲備中的美國債券資產規模

統計中國持有的美元和美國債券資產可由美國財政部和聯邦儲備局所共同發佈的 Report on Foreign Holdings of U.S. Securities、國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 的「各國官方外匯儲備貨幣組成形式」(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER)。COFER 按其中進行申報的 145 個會員國，依自願原則進行本國外匯儲備申報，可選擇申報組成部分 (allocated reserves) 或未申報組成部分 (unallocated reserves) 兩個區塊，前者指的是申報國將其外匯為何種貨幣資產、債券資產、黃金、海外資產和在 IMF 中的特別提款權 SDR (Special Drawing Rights) 等組成形式和數額具體說明；後者僅將其外匯存底進行申報，不說明其組成內容。中國為 IMF 中申報外匯存底的 145 個國家之一，但並未申報外匯存底組成配置內容。^⑭

2013 年第 2 季度 (2013 年 6 月底) 全球官方外匯存底 111,381.41 億美元，其中申報組成部分為 60,705.93 億美元，未申報組成部分為 50,675.49 億美元。^⑮同時期 2013 年 6 月中國外匯存底為 35,000.00 億美元，中國外匯存底為全球外匯儲備的 31.42%，這和 2012 年 6 月中國外匯存底占全球外匯存底的 30.76% 相比，略為有所增長，但增長幅度明顯放緩，中共從 2011 年以來外匯存底增長速度放緩。

中國外匯存底中的美國債券資產規模可交叉比對美國財政部的財政國際資本系統 (Treasury International Capital System, TIC) 的他國持有美國債券資料推論，^⑯ TIC 是從 2002 年 4 月起首次發佈 Report on Foreign Holdings of U.S. Securities 報告，分國別統計外國持有美國各式債券，因而可從中計算中國外匯存底用於美元資產配置規模。

美國財政部 TIC 年度資料表示至 2012 年 6 月，^⑰中國持有美國國債為 11,470.56 億美元，同時期擁有各式美國債券資產為 15,922.36 億美元，2012 年 6 月中國外匯存

註⑭ 至 2013 年 9 月 IMF 共有 188 個會員國，但申報該外匯存底的僅 145 個，是故本文所稱全球官方外匯存底也僅為這 145 個對 IMF 進行申報國家。其他還有 43 個 IMF 會員國未進行申報，另外還有若干非 IMF 會員國也未有資料。而中國雖為 IMF 成員國，也通過其國家外匯管理局發布外匯總額，但並未向 IMF 申報其外匯存底的資產組成方式，僅通過中國國家外匯管理局知道外匯存底中的黃金，和放置在 IMF 的特別提款權 SDR 數量，其餘皆無法得知。此一說明見於“Working Together to Support Global Recovery,” *International Monetary Fund*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/index.htm>, Accessed on August 25, 2013.

註⑮ “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves,” *International Monetary Fund*, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>, Accessed on August 25, 2013.

註⑯ “Treasury International Capital System,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>, Accessed on September 15, 2013.

註⑰ “Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx#ussecs>, Accessed on August 26, 2013.

底為 32,400.05 億美元，中國持有美國國債占中共外匯存底 35.40%；中國持有美國各式債券更占中國外匯存底的 49.14%，凸顯中國外匯存底主要是以購置美國各式債券形式進行配置。美國國債和美國債券資產的內容是有所區隔的，前者亦被稱為美國政府公債或國庫券，是由美國聯邦政府所發行，普遍認為有較好的流動性和極高的安全性，在美國財政部網頁中以 *treasury securities* 或 *treasury bonds* 稱呼。至於除美國國債以外的美國各式債券資產，有政府支持的機構債券、企業債券和股票和股權及基金。^⑧

2012 至 2013 年數據依 TIC 月度資料統計，2013 年 6 月中國持有 17,467.61 億美元美國各式債券中，其中仍以國債為最主要持有方式，中國持有美國國債為 12,758.00 美元，^⑨政府支持的機構債券為 1806.16 億美元，股權及基金為 2652.51 億美元，企業債券和股票為 250.94 億美元。^⑩

2013 年 6 月中國持有美國債券資產中仍以美國國債為最主要，比例達 73.04%。其次為政府支持的機構債券占比例為 10.34%，股權及基金占 15.19%，企業債券和股票僅

註⑧ 此一分類及定義首見於美國財政部 2002 年 Report on Foreign Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2002：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）。美國財政部簡稱其為 *treasury*。
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). 美國財部簡稱其為 *agency*。
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. 美國財政部簡稱其為 *corporate*。
4. 股權和基金（equity）各種形式的普通股或優先股，共同基金，所有股權權益 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. 美國財政部簡稱其為 *equity*。

為求方便說明，本文統一將第 1 類稱為美國國債，2、3、4 為非國債的美國債券，將 1、2、3、4 類合計稱為美國各式債券或債券資產。

註⑨ 同註⑧。美國財政部資料強調，由於 2013 年 6 月資料美國國債超過一年期的長期國債資料無誤，但在一年內短期國債可能有統計上遺漏，通常當年 6 月美國國債正確數據會在當年底重新發布。

註⑩ 至 2013 年 8 月底美國財政部所發布的他國持美國債券資料，除國債部發布至 2013 年 6 月份，其他的政府支持的機構債券，股權及基金為，企業債券和股票僅發布至 2013 年 5 月份，資料整理於“TABLE 1D: U.S. Long-Term Securities Held by Foreign Residents in May 2013,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec3.aspx>, Accessed on August 26, 2013. 2013 年 6 月份僅發布單月資料“Securities (A): U.S. Transactions with Foreigners in Long-Term Securities Statics: A. Recent Net Foreign Purchases, by Country : 1. Net Purchases of U.S. Long-Term Securities: A. By Month,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/snetus.txt>, Accessed on August 26, 2013. 作者在 2013 年 5 月資料加計 6 月單月資料而成。依美國財政部以往做法通常會到當年年底才發布 6 月底前完整資料，且加調整統計遺漏後數據會有微幅改變；其次，本文所統計 2013 年 6 月中共持有美國政府支持的機構債券，股權及基金，企業債券和股票僅為其超過一年以上長天期債券，未列計不到一年的短天期債券，不過就以往資料，中共僅在美國國債部分會購買不多的短天期國債（不到總國債 1%），至於美國政府支持的機構債券，股權及基金，企業債券和股票幾乎未購買短天期債券，但仍不免有統計上的疏漏。

占 1.44%，且各式債券中 99%以上為超過 1 年以上的長天期，中國僅在獲利風險較高的企業債券和股票部分購入短天期債券。^①中國的美元資產配置以相對風險低但獲利也低的美國國債為主，風險相對較高但獲利亦較高的企業債券和股票則未多獲青睞。中國持有美國債券有信用等級高、期限長和風險低的特徵。^②

就中國持有美國債券占中國外匯存底比的部分，從 2000 年 6 月至 2008 年 6 月，除 2000 年和 2008 年 6 月外，其餘皆保持在七成左右，最高時出現在 2002 年的 74.76%，和 2006 年的 74.27%。主因是中國對 2008 年 6 月前美元疲軟和次級房貸風暴等因素，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 月中中國暴增近 5 千億美元外匯的歷史天量，債券資產占中國外匯存底比中的外匯基數變大，稀釋比例。中國外匯存底和對貿易順差從上述看出，相當高的比例用於購買美國債券資產，從 2000 年至 2008 年 6 月，平均 25.32%中國外匯存底用於持有美國國債，採項目更廣的美國債券資產，則有平均 60.07%中國外匯存底用於持有美國債券資產。

從 2000 年以來，中國持有美國債券資產占其外匯存底比例從 2001 至 2010 年都在 60%以上，最高的 2002 年 6 月為 74.76%。但至 2011 年之後下滑，特別是 2012 年 6 月達歷史最低的 49.14%。

在組成部分，在 2002 至 2008 年間中國持有美國債券資產中非美國國債部分，維持在三到五成，最高在 2008 年 6 月達 55.71%。但在 2008 年後中國增加美國國債，相應減少國債以外的其他美國債券資產，原因為 2008 年美國金融海嘯教訓，中國對美國國債以外的美國債券資產信心降低，中國出脫不含美國國債的其他美國債券資產所致，特別是政府支持的機構債券，由 2008 年 6 月的 5,270.53 億美元降至 2009 年 6 月的 4,540.95 億美元，2010 年 6 月再降至 3,600.69 億美元，2011 年至 2,447.47 億美元，並將資金轉購美國國債。2008 年 6 月中中國持有美國國債占其外匯存底 29.58%，至 2010 年 6 月間爬升至 45.31%的最高紀錄。美國國債雖然有極低的風險性，但利率低於政府支持機構債券、企業債券和股票和股權及基金。

中國從 2008 年以後持有美國國債占持有美國債券資產比例上升。另外，持有美國債券資產占其外匯存底比例從 2006 年後緩步下滑，在 2010 年後下滑速度加大；而持有美國國債占外匯存底比例部分，在 2008 年達最低，其後上升至 2010 年，2010 年後也下滑，近年中國降低持有美國債券占其外匯存底比例動作明顯。

註① “Congressional Research Service,” *China’s Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf>, Accessed on December 6, 2013.

註② 「中國商務部、國家統計局、國家外匯管理局聯合發布 2011 年度中國對外直接投資統計公報」，中國商務部網站，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/dgz/201208/20120808315019.html>，檢索日期 2013 年 7 月 2 日。

表 1 中國持有美國國債或債券占中國外匯存底比

(單位：億美元)

年份／月份	中國持有美國國債總量	中國持有美國債券資產總量	中國外匯存底	持有美國國債占中國外匯存底比	持有美國債券資產占中國外匯存底比
1978.12	0.00	0.05	1.67	0.00%	0.30%
1984.12	0.01	0.14	2.64	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	1,585.68	54.18%	58.81%
2001.12	920.09	1,343.67	1,808.38	50.88%	74.30%
2002.06	964.57	1,814.78	2,427.60	39.73%	74.76%
2003.06	1,471.28	2,554.97	3,464.76	42.43%	73.74%
2004.06	1,942.10	3,409.72	4,706.39	41.27%	72.45%
2005.06	2,978.11	5,272.75	7,109.73	41.89%	74.16%
2006.06	3,722.35	6,989.29	9,411.15	39.56%	74.27%
2007.06	4,772.27	9,220.46	13,326.25	35.81%	69.19%
2008.06	5,350.42	12,050.80	18,088.00	29.58%	66.79%
2009.06	9,156.54	14,640.27	21,316.06	42.96%	68.69%
2010.06	11,121.25	16,101.37	24,542.75	45.31%	65.61%
2011.06	13,069.75	17,266.21	31,974.91	40.88%	54.00%
2012.06	11,643.00	15,922.36	32,400.05	35.94%	49.14%
2013.06	12,758.00	17,347.76	35,000.00	36.45%	49.57%

說明：中國持有美國國債和中國持有美國債券資產在 1978，1984，1989，1994 和 2001 年為當年年底數據，2002-2013 年為當年 6 月底數據，中國外匯存底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 年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，採記為每年 6 月數據。

資料來源：整理自「外匯儲備數據」，中國國家外匯管理局，http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj_inwhcb，檢索日期 2014 年 2 月 22 日；同註⑩。

對中國持有美國債券進程和組成方式說明後，本文試圖分析中國對美國貿易、中國對全球貿易、外匯存底和持有美國債券之間的關聯性作進一步分析，找出其中是否因時間階段序列的不同，如同前一部分所述的持有美國債券增長速度上亦出現不同，其間為正或負向關聯，並試圖解釋可能的原因。

一、從 2000 年 7 月至 2013 年 6 月，期間以每年 7 月至隔年 6 月作為統計區間，至於所以未採一般會計年度的當年 1 月至 12 月為區間，主要是配合上述中國持有美國國債和持有美國債券資產，因美國 TIC 發布的「Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities」是採用每年 7 月至隔年 6 月，為求能相互比較，故在貿易數額時間取樣也採每年 7 月至隔年 6 月。但此不論是美國美國商務部經濟管理局或中國海關總署仍採

一般會計年度，本文自行重新計算。^②

二、每個年度數據採當年流量 (flow)，而不採取累加總量 (sum)，認為流量比較更能反映中國近年貿易、外匯存底和持有美國債券資產的關聯性，特別是 2007 年至 2013 年，其相互變動關聯性更為明顯。

三、由於中、美雙方對中美貿易統計口徑的不同，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，但雙方最主要差異有二，一是美方將經香港、澳門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；其二是美方只統計貨物貿易 (goods trade)，而中方將貨物貿易和服務貿易 (services trade)，而美國對中國貿易在貨物貿易上逆差，服務貿易呈順差。雙方發布中方所享有的對美貿易順差差距甚至達一倍以上。本文將兩個數據並列，以利後續分析。

四、在表格最後總量列中，依時序分為 2008 年 6 月前和後兩個部分，主要在於本文將 2008 年 6 月後作為中美經貿關係出現變化的一個階段，故獨立出來做為討論。

表 2 中國對美貿易順差、持有美國債券資產、美國國債、和外匯存底增量

(單位：億美元)

年份	中國持有美國債券資產增量 (A)	中國持有美國國債增量 (B)	中國持有不含美國國債的其他美國債券資產增量 (C)	對美貿易順差 (美方統計) (D)	對美貿易順差 (中方統計) (E)	中國對全球貿易順差 (F)	中國外匯存底增量 (G)
2000.07-2001.06	411.19	61.00	350.19	830.37	292.60	242.00	222.70
2001.07-2002.06	528.97	44.48	484.49	872.63	332.90	225.50	619.22
2002.07-2003.06	740.27	506.71	233.56	1,120.48	484.00	304.30	1,037.16
2003.07-2004.06	854.75	470.82	383.93	1,370.33	665.20	254.70	1,241.63
2004.07-2005.06	1,863.03	1,036.01	827.02	1,821.81	980.70	319.90	2,403.34
2005.07-2006.06	1,716.54	744.24	972.30	2,108.42	1,275.20	1,237.40	2,301.42
2006.07-2007.06	2,231.17	1,049.92	1,181.25	2,443.30	1,557.90	2,285.60	3,915.10

註 ② 本文時統計時間段區段採當年 7 月至隔年 6 月。如按一般國貿易數據採當年 1 至 12 月計算，依聯合國 Comtrade Yearbook, 2012 International Trade Statistics Yearbook, Volume I-Trade by Country-China。2004~2012 年期間每年度中國貨物貿易順差分別為 320.97 億美元 (2004 年)；1017.47 億美元 (2005 年)；1775.83 億美元 (2006 年)；2615.57 億美元 (2007 年)；2970.40 億美元 (2008 年)；1976.20 億美元 (2009 年)；1820.70 億美元 (2010 年)；1563.30 億美元 (2011 年)；2311.60 億美元 (2012 年)。整理自“The International Trade Statistics Yearbook,” UN Comtrade United Nations Commodity Trade Statistics Database, <http://comtrade.un.org/db/default.aspx>, Accessed on September 22, 2013.

年份	中國持有美國債券資產增量 (A)	中國持有美國國債增量 (B)	中國持有不含美國國債的其它美國債券資產增量 (C)	對美貿易順差 (美方統計) (D)	對美貿易順差 (中方統計) (E)	中國對全球貿易順差 (F)	中國外匯存底增量 (G)
2007.07-2008.06	1,566.94	265.73	1,301.21	2,808.30	1,647.00	2,472.20	4,761.75
2008.07-2009.06	2,589.47	3,806.12	-1,216.65	2,929.97	1,576.60	2,940.10	3,228.06
2009.07-2010.06	1,461.10	1,964.71	-503.61	2,747.11	1,584.10	1,549.80	3,226.69
2010.07-2011.06	1,164.80	1,948.50	-783.70	3,099.97	1,887.80	1,724.30	7,432.16
2011.07-2012.06	-1,502.88	-1,426.75	-76.13	3,157.53	2,172.80	2,094.00	425.14
2012.07-2013.06	1,421.40	1,115.00	306.40	2,932.72	1,759.00	2,404.90	2,599.95
時間區段	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)
2000.07-2008.06	9,912.86	4,178.91	5,733.95	13,375.64	7,235.40	7,341.60	16,502.32
2008.07-2013.06	5,133.89	7,407.58	-2,273.69	14,867.30	8,980.30	10,713.10	16,912.00
2000.07-2013.06	15,046.75	11,586.49	3,460.26	28,242.94	1,6215.7	18,054.70	33,414.32

資料來源：同表 1：「海關主要統計數據」，中華人民共和國國家海關總署，<http://www.customs.gov.cn/publish/portal0/tab44604/>，檢索日期 2014 年 9 月 22 日。

上述數據進一步作關聯性比較，分別以中國持有美國債券資產增量 (A)，中國持有美國國債增量 (B)，和中國持有不含美國國債的其它美國債券資產增量 (C) 做為分子。分母部分為年度中國對美國貿易順差 (美方統計) (D)，對美貿易順差 (中方統計) (E)，中國對全球貿易順差 (F) 和外匯存底增量 (G)。並除年度外，同時以 2008 年前和 2008 至 2013 年切割兩個時間區塊。找出中國持有美國債券增量分別和對美貿易順差、對全球貿易順差和外匯存底之間的關聯比例。分子和分母越接近，代表其關聯性越高，反之分子、分母數值差越大關聯性越低。

表 3 中國對美貿易順差增量、持有美國國債增量、債券增量和外匯存底增量關聯性
(單位：百分比)

年份	A/D	A/E	A/F	A/G	B/D	B/E	B/F	B/G	C/D	C/E	C/F	C/G
2000.07-2001.06	49.52	40.53	169.91	184.64	7.35	20.85	25.21	27.39	42.18	119.68	144.71	157.25
2001.07-2002.06	60.62	158.90	234.58	85.43	5.10	13.36	19.73	7.18	55.52	145.54	214.85	78.24
2002.07-2003.06	66.07	152.95	243.27	71.37	45.22	104.69	166.52	48.86	20.84	48.26	76.75	22.52
2003.07-2004.06	62.38	128.50	335.59	68.84	34.36	70.78	184.85	37.92	28.02	57.72	150.74	30.92

年份	A/D	A/E	A/F	A/G	B/D	B/E	B/F	B/G	C/D	C/E	C/F	C/G
2004.07-2005.06	102.26	189.97	582.38	77.52	56.87	105.64	323.85	43.11	45.40	84.33	258.52	34.41
2005.07-2006.06	81.41	134.61	138.72	74.59	35.30	58.36	60.15	32.34	46.12	76.25	78.58	42.25
2006.07-2007.06	91.32	143.22	97.62	56.99	42.97	67.39	45.94	26.82	48.35	75.82	51.68	30.17
2007.07-2008.06	55.80	95.14	63.38	32.91	9.46	16.13	10.75	5.58	46.33	79.00	52.63	27.33
2008.07-2009.06	88.38	164.24	88.07	80.22	129.90	241.41	129.46	117.91	-41.52	-77.17	-41.38	-37.69
2009.07-2010.06	53.19	92.24	94.28	45.28	71.52	124.03	126.71	60.89	-18.33	-31.79	-32.50	-15.61
2010.07-2011.06	37.57	61.70	67.55	15.67	-74.05	-121.60	-133.13	-30.89	-25.28	-41.51	-45.45	-10.55
2011.07-2012.06	-47.60	-69.17	-71.77	-353.5	-45.19	-65.66	-68.14	-335.60	-2.41	-3.50	-3.64	-17.91
2012.07-2013.06	48.47	80.81	59.10	54.67	38.02	63.39	46.36	42.89	10.45	17.42	12.74	11.78
時間區段	A/D	A/E	A/F	A/G	B/D	B/E	B/F	B/G	C/D	C/E	C/F	C/G
2000.07-2008.06	74.11	137.01	135.02	60.07	31.24	57.76	56.92	25.32	42.87	<u>79.25</u>	78.10	34.75
2008.07-2013.06	34.53	57.17	47.92	30.36	49.83	<u>82.49</u>	69.15	43.80	-15.29	-25.32	-21.22	-13.44
2000.07-2013.06	53.28	<u>92.79</u>	83.34	45.03	41.02	71.45	64.17	34.68	12.25	21.34	19.17	10.36

資料來源：作者自行整理。

由上述表格數據推知：

一、就 2000 至 2013 年總體觀察，關聯度最高者為中國持有美國債券資產增量／中國對美貿易順差（中方統計），值為 92.79%。

二、將時間區段分割為 2000 年 7 月至 2008 年 6 月，和 2008 年 7 月～2013 年 6 月則中國持有美國債券和對美貿易順差、外匯存底增額和對全球貿易順差關聯性較 2000 年 7 月至 2013 年 6 月普遍降低。以 2000 年 7 月至 2008 年 6 月時段關聯性最高者為 C/E（79.25%），中國持有美國國債以外的其他美國債券資產增量和中國對美貿易順差增量（中方統計）最為接近，原因在於在此時期中共穩定且大幅增持美國各式債券，包括企業債券，總額高達 9912.86 億美元，期間和其最接近的中國對美貿易順差增量（美方統計）的 13375.64 億美元。期間中國持有美國債券資產增量甚至大過於中方統計的中國對國貿易順差和中國對全球貿易順差。而且中國購買非美國國債以外的美國債券遠超過購買美國國債規模，使得以持有美國國債增量做為分子和對美貿易順差、對全球貿易順差和外匯存底增量做為分母相比，數值都相對較低。因而在此時段中國持有美國債券資產較中國持有美國國債增量更能反映中國對美國資本回流的情況。

三、2008年7月至2013年6月關聯最高為中國持有美國國債增量／中國對美國貿易順差增量（中方統計）的82.49%。關聯度從2008年前的美國國債以外其他美債券資產轉移至美國國債，原因明顯的來自2008~2012四個年度減持國債以外美國債券資產，而減持美國國債僅在2011~2012年度發生。在2000~2008年關聯度最高的中國持有美國國債以外的其他美國債券資產增量和中國對美貿易順差增量（中方統計），因為中國在2008年後減持國債以外的其他美國債券資產，比值甚而呈現負值的-25.32%。

四、2008至2013年，中國持有美國債券資產增5133.89億美元，其中美國國債增加7407.58億美元，國債以外其他美國債券資產減少2273.69億美元，特別是減持美國政府支持的機構債券。

肆、中國分散美元資產的策略選擇

中國從2008年減持美國國債以外其他債券資產，在2011~2012年進一步減持美國國債，中國持有美國債占外匯存底比例於2010年6月達45.31%歷史高峰後亦逐步下滑，部分外匯存底外幣配置轉移至日本債券。同時推動企業「走出去」，借對外投資去化過剩外匯資金。

一、中國購買日本債券

從日本國家銀行「日本銀行」發佈的數據發現中國近年來「突然且大幅」購買日本債券，2011年底中國共計持有日本各式債券215233億日圓，中國對日元資產投資主要以日本國債為主，另外對帶有一定風險的日本企業債券（株式證券投資）相對保守，在215,233億日元資產中日本國債為179,538億日圓，占比83.42%；日本企業債券（株式證券投資）35,695億日圓，占比16.59%（因採四捨五入法計算，故總值和100%略有偏差）；另外中國對日本直接投資476億日圓。

分項計算，2011年年底中國持有日本國債179,538億日圓，同時期他國持有日本國債餘額為916,391億日元，中國持有日本國債占他國持有日本國債總額的19.59%。中國為他國持有日本國債的第一位，超過第二位英國114,884億日圓的12.54%，和第三位美國101,153億日圓的11.04%甚多。^④

2011年底中國持有日本企業債券35,695億日圓，同時期他國有日本企業債券為658,414億日圓，中國有日本企業債券占它國持有日本企業債券總額的5.42%，落後於第一位美國302,826億日圓的45.99%、英國124,369億日圓的18.89%，中國持有日本企業債券排名在美國和英國之後。中國對美國、日本債券投資仍以風險相對最低的國債為主，這和美國、日本、德國、英國、盧森堡、瑞士、英屬開曼群島和英屬維京群

註④ 「日本銀行國際收支統計一年末直接投資・證券投資等殘高地域別統計」，日本銀行，<http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/index.htm>，檢索日期2013年5月12日。

島等歐美金融發達國家對外債券資產投資行為不同，這些國家對美國、日本債券市場較高比例的以企業債券為主。

以總額計算中國持有日本各式債券 215,233 億日圓，占他國持有日本各式債券 1,574,806 億日圓的 13.67%，總額上仍次於美、英兩國排名，中國排名第三。美國持有日本各式債券 403,979 億日圓占總額的 25.65%，第二名的英國持有日本各式債券 239,253 億日圓占總額的 15.19%。

中國外匯存底部分比例以日圓資產形式保有，2011 年底中國外匯存底餘額 31,811.48 億美元，其中日元資產 215,233 億日圓，以 2011 年日圓對美元 79.81:1 匯率計算，中國持有日圓資產折計約為 2,696.82 億美元，日圓資產占中國外匯存底約 8.48%。2012 年底，中國持有 246,425 億日圓的日本證券資產，以 2012 年日圓平均對美元匯率為 79.79 計算，中國持有的日本證券資產價值 3,088.42 億美元，占同時期中國外匯存底比例為 8.9%。相較同時期 IMF 的 COFER 各國外匯存底持有形式，各國持有外匯存底總額 10,195,610 億美元，申報組成部分為 5,646,016 億美元，其中申報以日圓資產形式有的為 199,052 億美元，即以申報部分而言，世界各國外匯存底約 3.53%以日圓形式持有，同時期中國的 8.9%高於世界各國的平均值。

但從日本財務省和日本銀行的國際收支報表得知，中國是從 2010 年才開始大幅增加日圓資產，之前較明顯的增幅發生在 2007 年，較 2006 年增加 62.47%，其後的 2008 和 2009 年出現減持日本債券現象，分別在 2008 年減持 308 億日圓和 2009 年減持 13,133 億日圓。2010 年較 2009 年增加持有日本債券 104,107 億日圓，增幅 303.94%，2011 年較 2010 年增持 76,873 億日圓，增幅 55.56%。這說明中國在減持美國債券後有相當多的外匯存底改以日圓資產形式保有，如前述 2011 年中國 7.69%的外匯存底在於持有日本各式債券，而比較 2006 年，當年中國持有日本債券 29,357 億日圓，以當年匯率約折合 252.42 億美元，占當年中國 10,663.44 億美元外匯儲備的 2.37%，低於當年世界各國外匯儲備約 3.08%以日圓形式持有的平均值。

2012 年中國持有日本債券持續增長，但可能受釣魚台事件和美元回穩等因素影響，增長幅度放緩。2012 年中國共計持有日元債券 246,425 億日圓，僅較 2011 年增長 14.49%，增幅較 2007 年、2010 年和 2011 年減少許多。2012 年中國所持有的日本債券中仍以日本國債為主，達 204,939 億日圓，占比 83.16%；日本企業債券（株式證券投資）41,486 億日圓，占比 16.84%。中國仍為他國持有日本國債的最大持有者，2012 年他國持有日本國債總計 969,485 億日圓，中國持有日本國債占他國持有日本國債總額的 21.14%，遠超過第二名英國 88,713 億日圓占總額 9.15%，第三名美國 86,098 億日圓占總額 8.88%，和第四名盧森堡 81,416 億日圓占總額 8.39%。^⑤

和 2011 年相同的是中國持有日本企業債券（株式證券投資）並非他國持有日本企業債券首位，2012 年中國持有日本企業債券 41,486 億日圓，排名上次於美國的 370,515 億日圓，和英國的 143,172 億日圓。2012 年和 2011 年相同的是在各國持有日

註⑤ 同前註。

本企業債券排名上中國仍居第三位。2012 年他國持有日本企業債券總額為 835,557 億日圓，美、英和中國持有比例分別為 44.34%、17.13%和 5.01%。

將日本國債和日本企業債券合計的日本各式債券，2012 年他國持有日本各式債券總計為 1,805,041 億日圓。按名次為美國 456,613 億日圓，第二位中國 246,425 億日圓，和第三位英國 231,885 億日圓，比例分別為美國 25.30%，中國 13.65%，和英國 12.85%。

由此同時看出日本和美國、英國和西歐國家之間金融合作關係遠超出中國和日本。中國對日本債券投資高達 246,425 億日圓，但同時日本對中國債券投資僅 9021 億日圓，占同時日本對外債券投資總額 3,051,118 億日圓不到 0.3%。而 2012 年日本對美國債券投資高達 1,023,967 億日圓，占同時日本對外債券投資總額 33.56%，即日本對外債券投資有 1/3 以上集中於對美國。對英國為 186,886 億日圓占比 6.13%、對法國為 186,902 億日圓占比 6.13%、對荷蘭 110,726 億日圓占比 3.63%。日本對中國的債券投資甚至低於日本投資南韓的 20,969 億日圓，香港的 14,699 億日圓和新加坡的 13,051 億日圓。

日本銀行和日本財務省所發布的數據中同時呈現中國對日本直接投資情況，但金額極低，以 2011 年計也僅 435 億日圓，約折合 5 億美元，本文故意忽略不予討論。

表 4 中國持有日本債券資產

(單位：億日圓)

年份	中國持有日本國債	中國持有日本企業債券	中國持有日本各式債券總額	中國對日本直接投資
2000	4,181	7	4,188	96
2001	9,011	22	9,033	95
2002	9,039	12	9,051	96
2003	9,110	15	9,125	96
2004	13,553	27	13,580	93
2005	18,780	86	18,866	120
2006	23,444	5,913	29,357	119
2007	28,694	19,000	47,694	141
2008	32,842	14,544	47,386	203
2009	34,152	101	34,253	181
2010	104,852	33,508	138,360	325
2011	179,538	35,695	215,233	435
2012	204,939	41,486	246,425	476

資料來源：同註④：「国債 (国の発行する債券)」，日本財務省，<http://www.mof.go.jp/jgbs/>，檢索日期 2013 年 9 月 22 日。

中國在 2010 年大幅增加有日本債券資產，特別是日本企業債券，在此前中國多數是以日本國債為主，在 2006、2007 和 2008 年雖也持有日本企業債券，但在 2009 年只有 101 億日圓日本企業債券，在 2010 年同步大幅增加日本國債和日本企業債券。

2012 年底，雖然中國持有日本債券資產僅占其外匯儲備的 8.9%，相對於美國債券

資產占其外匯儲備的 49.14%為低，但就年度新增的邊際增幅看，從 2010 年以來中國增持日本債券資產年增幅大於持有美國債券資產年增幅。

表 5 中國新增日本各式債券淨額／新增外匯儲備淨額

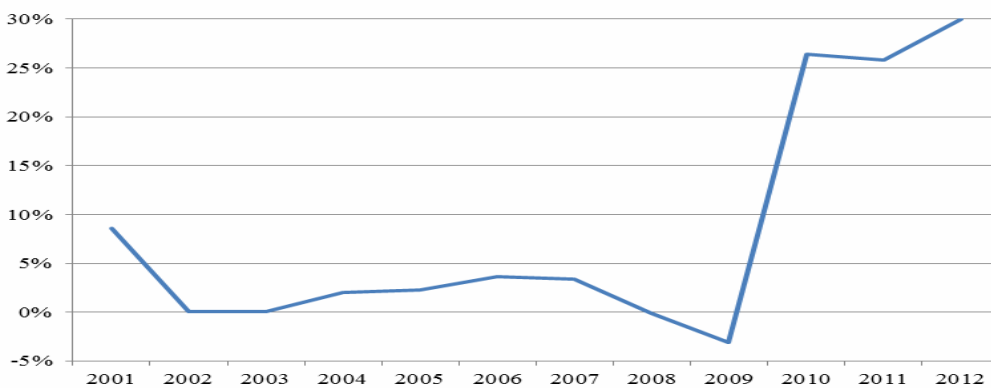
(單位：%)

年份	當年中國新增日本各式債券淨額 (億日圓 (億美元)) ^㉞	當年中國新增外匯存底淨額 (億美元)	新增日本各式債券淨額／ 新增外匯存底淨額
2001	4,845 (39.87)	465.91	8.56%
2002	18 (0.14)	742.42	0.02%
2003	74 (0.64)	1,168.44	0.05%
2004	4,455 (41.78)	2,066.81	1.99%
2005	5,286 (47.80)	2,089.40	2.29%
2006	10,491 (90.21)	2,474.72	3.65%
2007	18,337 (155.73)	4,619.05	3.37%
2008	-308 (-2.98)	4,177.81	-0.07%
2009	-13,133 (-140.35)	4,531.22	-3.10%
2010	104,107 (1186.00)	4,481.86	26.42%
2011	76,873 (963.20)	3,338.10	25.84%
2012	31,192 (390.98)	1,304.41	29.97%

資料來源：「外匯儲備數據」，前引文：同表 4。

將上述數據以圖呈現：

圖 1 中國新增日本各式債券淨額／新增外匯存底淨額 (單位：%)



資料來源：作者自行整理。

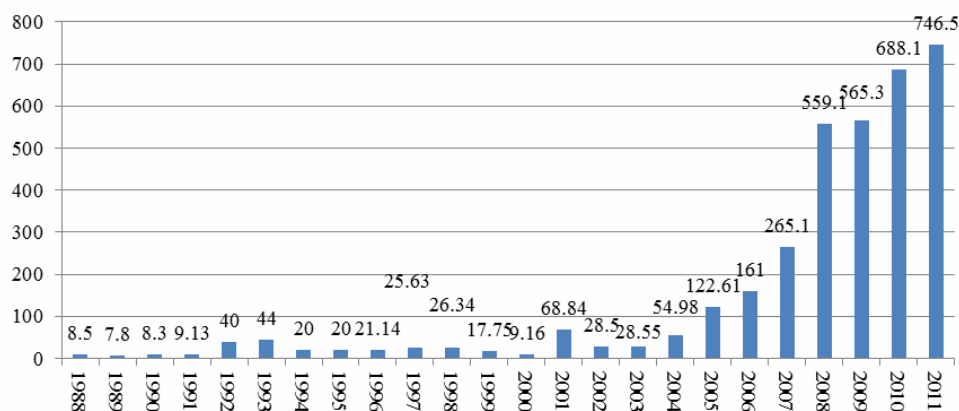
註 ㉞ 日圓對美元匯率年均值 2001 年為 121.53，2002 年為 125.39，2003 年為 115.93，2004 年為 108.19，2005 年為 110.22，2006 年為 116.30，2007 年為 117.75，2008 年為 103.36，2009 年為 93.57，2010 年為 87.78，2011 年為 79.81，2012 年為 79.79。數據來源：「中央銀行我國與主要貿易對手通貨對美元之匯率」，中央銀行，<http://www.cbc.gov.tw/content.asp?mp=1&Cultem=36599>，檢索日期 2013 年 9 月 3 日。

二、中國對外直接投資

聯合國貿發會議的世界投資前景調查 (WIPS) 至 2011 年底，中國流入外商直接投資 (FDI) 總量 7120 億美元，FDI 流出總量 3660 億美元，中國外商直接投資資本淨流入總量 3460 億美元，即在 2011 年以前中國對外直接投資仍為資本淨輸入國，但輸出流量正大幅與輸入流量接近。^⑦中國顯然鼓勵通過對直接投資消化過多的外匯儲備和降低對美元資產的依存度。

另據 United Nations Conference on Trade and Development 發佈的 World Investment Report 2013，2012 年中國在保有全球第二大吸引外國直接投資的同時，首度躍升全球第三大對外直接投資國，較 2011 年中國對外投資排名世界第六前進不少。2012 年中國吸引外資 1,210 億美元，僅次於美國的 1,680 億美元，同時中國對外投資達 842.20 億美元，^⑧次於美國的 3,290 億美元和日本的 1,230 億美元。^⑨中國從 1990 年代以來經常為全球第二大吸引外資國，因而在 2012 年仍為維持第二大吸引外資國並無特殊之處，但在近年迅速躍升成為表要對外直接投資國家卻頗為亮眼。至 2011 年底，中國 13,500 多家境內投資者在境外設立對外直接投資企業 1.8 萬家，分布在全球 177 個國家，對外直接投資累計淨額 4,247.8 億美元。年末境外企業資產總額近 2 兆美元。^⑩

圖 2 中國對外直接投資金額 (單位：億美元)



資料來源：同註⑩。另外 1988-2002 年資料來自“World Investment Reports,” *United Nations Conference on Trade and Development*, <http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/WIR-Series.aspx>, Accessed on July 22, 2013；“World Investment Report 2001 Promoting Linkages,” *United Nations Conference on Trade and Development*, http://unctad.org/en/docs/wir2001overview_en.pdf, Accessed on July 22, 2013.

註⑦ “World Investment Prospects Survey,” *United Nations*, http://unctad.org/en/docs/diaeia20104_en.pdf, Accessed on September 20, 2013.

註⑧ 此所謂中國對外直接投資指的是不包含金融類投資以外的實體產業或服務業投資。

註⑨ “World Investment Report 2013: Global Value-Chains: Investment and Trade for Development,” *United Nations Conference on Trade and Development*, http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=555&Sitemap_x0020_Taxonomy=UNCTAD%20Home, Accessed on September 22, 2013.

註⑩ 「2011 年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部、國家統計局、國家外匯管理局，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/dgz/201208/20120808315019.html>，檢索日期 2014 年 11 月 30 日。

中國從 2008 年以後大幅增加對外直接投資，2008~2011 年共計 4 年其間對外直接投資平均值為 639.75 億美元，為 2004 至 2007 年均值 150.92 億美元的 4.24 倍。以 2011 年數據為例，當年中國對外直接投資淨增量 746.5 億美元占同時中國新增外匯存底 3,338.10 億美元的 22.36%。顯示近年中國將部分外匯存底轉化以對外直接投資形式消化，比例明顯上升。而從 2000 年以來觀察，除 2001 年超過 10% 以上，2007 年以前都在 10% 以下，2008 年升至二位數，更在 2011 年達到 22.36%。在 2012 年最為突出，雖然當年中國對外投資僅較前一年 2011 年多出不到 100 億美元，但當年中國新外匯存底數也僅 1,304.41 億美元，使得 2012 年中國對直接投資占新增外匯存底比高達 64.40%。這種情況是中國改革開放以來所未有的，對外直接投資占同時期新增外匯儲備比超越美國債券資產、日本債券資產。中國改以對外直接投資作為消化過剩外匯資產的主要管道。

統計發現在 2000 年以前中國新增對外直投資淨額／新增外匯存底淨額有時非常高，例如 1992、1993 年等出現對外投資淨額大於當年外匯存底增加淨額，說明此種超乎常理的解釋有二：一、在 2000 年以前中國每年新增外匯存底淨額相對較低；二、中國在 2000 年對外投資項目數量不多，但偶然單筆投資或併購他國企業金額龐大，將當年度對外投資淨額出現噴發式的增幅，亦即因在 2000 年以前年度中國新增對外直接投資淨額和新增外匯存底淨額相對較低，且因單筆投資會突然放大比值，分析意義不大故在分析時故意略去 2000 年前的數據。^③

註③ 中國商務部、國家統計局、國家外匯管理局聯合發佈「年度中國對外直接投資統計公報」和 United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) *World Investment Report* 對中國年度對外直接投資金額統計數據略有出入，由於中國在 2012 年方才公布自身統計的對外投資數據，其「2011 年度中國對外直接投資統計公報」只有 2003 年以後的數據，故本文中 2002 年前的數據採 United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) *World Investment Report*。2003 年以後的採「年度中國對外直接投資統計公報」。但就 United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) *World Investment Report* 所發布的，在 2006 年中國對外直接投資為 211.60 億美元，不同於中國官方的 161.00 億美元；2007 年 *World Investment Report* 稱中國對外直接投資為 224.69 億美元，不同於中國官方的 265.10 億美元；2008 年 *World Investment Report* 稱中國對外直接投資為 521.50 美元，不同於中國官方的 559.10 億美元；2009 年和 2010 年 *World Investment Report* 和中國官方數據相同；2011 年 *World Investment Report* 稱中國對外直接投資為 651.17 億美元，不同於中國官方的 746.50 億美元。另外 2003 至 2005 年 *World Investment Report* 和中國官方數據相同。“World Investment Reports,” *op. cit.* 2003 年以後中國對外直接投資統計見於「2012 年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部、中華人民共和國國家統計局、國家外匯管理局，http://aaa.ccpit.org/Category7/Asset/2014/Apr/22/onlineeditimages/file7139815_9809039.pdf，檢索日期 2014 年 11 月 24 日。

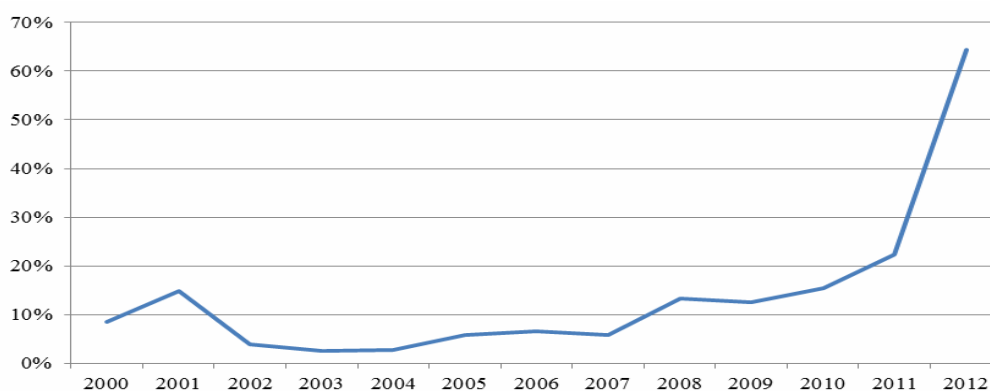
表 6 中國新增對外直投資淨額／新增外匯儲備淨額（單位：％）

年份	當年中國新增對外直接投資淨額	當年中國新增外匯存底淨額	新增對外直投資淨額／新增外匯存底淨額
2000	9.16	108.99	8.40%
2001	68.84	465.91	14.78%
2002	28.50	742.42	3.84%
2003	28.55	1,168.44	2.44%
2004	54.98	2,066.81	2.66%
2005	122.61	2,089.40	5.87%
2006	161.00	2,474.72	6.51%
2007	265.10	4,619.05	5.74%
2008	559.10	4,177.81	13.38%
2009	565.30	4,531.22	12.48%
2010	688.10	4,481.86	15.35%
2011	746.50	3,338.10	22.36%
2012	842.20	1,304.41	64.40%

資料來源：同註⑩。

將數據圖形化，亦可明顯看出中國近年對外直接投資增長速度變化。

圖 3 中國新增對外直投資淨額／新增外匯存底淨額（單位：％）



資料來源：作者自行整理。

分析中國對外投資地區，從 2003 年以來香港、開曼群島和英屬維京群島是中國對外直接投資流量最多的三個地區，在 2005 和 2006 年以外的其他年份裡，香港位居中國對外直接投資排行榜的第一名；2005 和 2006 年則為開曼群島的直接投資居首，2008 年和 2010 年這一地區的中國直接投資又退居第三位，在其他年份裡均位於中國對外直接投資排行榜的第二名；除了 2007 年中國對英屬維京群島的直接投資略低以外，在其他年份裡一直保持前三名的位置，特別是在 2008 年和 2010 年躍居第二名。除此之外，中國對外直接投資集中於開發中國家，對美國投資比例極低，以 2011 年為

例，對開發中國家直接投資 612.3 億美元，占當年對外直接投資總額 746.50 億美元的 82.02%，對已開發國家直接投資總額 134.20 億美元，比例僅 17.98%，對已開發國家中對歐盟投資 75.61 億美元；對澳洲 31.65 億美元，同比增長 86%；對美國 18.11 億美元；對俄羅斯 7.16 億美元。2012 年對美國投資 40.48 億美元，對美國直接投資僅占其對外直接投資的 4.81%。從中國「年度中國對外直接投資統計公報」看，中國對外直接投資主要集中於礦業開產和農業原物料供應業，而美國對中國併購或投資其礦業和農業原物料供應業相當排斥，因而中國對外直接投資用於美國的部分向來比例極低。故忽略轉投資的可能性（例如開曼群島和英屬維京群島即有名的避稅天堂，他國投資客經常藉此轉投資各國公債和債券市場或進行企業註冊登記），中國對外直接投資中的美國資產極低。但此一情況在 2013 年有所改變，據 2013 年 7 月中美戰略暨經濟對話，中國宣稱 2012 年上半年對美直接投資（不含證券投資）達 200 億美元，此一數據相較 2011 年的不到 20 億美元，增長幅度相當可觀。但據 2013 年中國對外直接投資統計公報，2013 當年中國對外投資達 1,078.4 億美元，其中對美國投資部分不到 40 億美元，占當年中國對外投資 1,078.4 億美元的 3.71%。^②

陸、中國對美國資本回流率的變化

中國通過外幣資產多元化和鼓勵對外直接投資，降低對美國資本回流率，使中國的貨幣和資本市場自主性提高。2008 年以後中國外匯存底中的美國債券資產比例下滑，整體對美國資本回流率也明顯下降，但在 2012 年後逐步回穩。2008 至 2012 年對美國資本回流率下降與中國外匯存底以購買日本債券分散資產配置有關，對外直接投資雖非外匯存底組成部分，但也消化部分中國外匯。

從美國商務部的經濟分析局（U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis）的「U.S. International Transactions Accounts Data」進行分析，時間亦從 2000 年 7 月至 2013 年 6 月為統計區間，從上段的以持有美國債券討論範圍擴大為經常帳（current account）和資本帳（capital account）兩者所構成本的兩國間收支帳（balance of payment, BOP；或稱 transaction account）。經常帳主要係指雙方貿易（包括商品和勞務 goods and services 兩大部分，通常商品貿易占雙方貿易絕大比例）、其它還有「收入支付」（balance on income）和「單方資金轉移」（unilateral current transfers）；資本帳主要為持有對方債券資產，其他還有跨國直接投資（direct investment）、政府和民間債務（liabilities）、持有對方國家現金等，以中國對美資本帳最主要部分就是持有美國債券資產。^③

註② 「2013 年度中國對外直接投資統計公報」於 2014 年 9 月 9 日由中國商務部、國家統計局、國家外匯管理局聯合發佈，但僅以新聞發佈會形式，未有完整數據，本文依該新聞會文稿表格取得數據。

註③ 美國商務部經濟分析局對經常帳和資本帳的定義：經常帳 Current account 共計三個部分：1. Exports of goods and services and income receipts；2. Imports of goods and services；3. Unilateral current transfers。資本帳包括：1. U.S.-owned assets abroad, excluding financial derivatives；2. Foreign-owned assets in the United States, excluding financial derivatives.

以中國為統計主體，中國對美國收支帳為正值，代表中國對美國資本淨輸入；相反當中國對美國收支帳為負值時，代表中國對美國資本輸出，從表 7 統計得知，從 2000 年 7 月至 2013 年 6 月共 13 個年度，僅 2007 年 7 月～2008 年 6 月和 2008 年 7 月～2009 年 6 月的 2 年中出現中國對美國收支帳赤字，主因為這兩年中國購買美國債券資產大於對美貿易順差金額。另外討論中國對美國資本回流率，中國對美國資本帳對比經常帳比例大於 100%者，意味著以購買美國國債或其他債券為主的資本帳大於美方統計或中方統計中國對美貿易順差的經常帳，不計其他因素中國對美國資本淨輸出 (net capital outflow)。比例不到 100%者，不計其他因素，中國對美國資本淨輸入 (net capital inflow)，計算資本回流率時中國對美國資本帳調整為負值，經計算僅在 2011 年 7 月～2012 年 6 月中國美國資未回流率出現負值，原因在於當年中國非但對美國貿易順差，且減少持有美國債券資產，資本帳和經常帳二者都為美國對中國資本輸出。

以下列算式說明中國對美國收支帳和資本回流率的概念：

- 一、 $BOP = \text{capital account} + \text{current account} = \text{credits}$
- 二、 $\text{credits} < 0 = \text{net capital outflow}$
- 三、 $\text{credits is} > 0 = \text{net capital inflow}$
- 四、 $-\text{capital account} / \text{current account} < 100\% = \text{net capital inflow}$
- 五、 $-\text{capital account} / \text{current account} > 100\% = \text{net capital outflow}$

依美國商務部經濟分析局資料，2000 年 7 月至 2013 年 6 月中國對美國經常帳為 29,962.14 億美元，中國對美國資本帳為 -17,389.50 億美元（因對中國而言，持有主要以美國債券為主的美國資產大於美國所持有的中國資產，中國對的資本帳是流出大於流入，故計為負值）。中國對美國收支帳為 12,572.64 億美元，負資本帳／經常帳為 58.04%，中國對美國為資本淨流入國。

因收支帳出現轉變，本文將中國對美收支帳的分析切割為 2000 年 7 月～2013 年 6 月兩個區段，分別為 2000 年 7 月 2008 年 6 月和 2008 年 7 月～2013 年 6 月。可以發現這兩個區段數據明顯差距。

表 7 中國對美國資本回流率

（中國對美國資本帳、中國對美國經常帳、中國對美國收支帳單位：億美元；中國對美國資本回流率單位：%百分比）

年份	中國對美國資本帳 (A)	中國對美國經常帳 (B)	中國對美國收支帳 (A+B)	中國對美國資本回流 率 (-A/B)
2000.07-2001.06	-326.43	902.27	575.84	36.18
2001.07-2002.06	-489.46	949.50	460.04	51.55
2002.07-2003.06	-866.85	1,208.85	342.00	71.71
2003.07-2004.06	-591.02	1,470.52	879.50	40.19
2004.07-2005.06	-1,966.68	1,977.43	10.75	99.46
2005.07-2006.06	-1,854.72	2,353.53	498.81	78.81

年份	中國對美國資本帳 (A)	中國對美國經常帳 (B)	中國對美國收支帳 (A+B)	中國對美國資本回流 率 (-A/B)
2006.07-2007.06	-2,801.03	2,834.22	33.19	98.83
2007.07-2008.06	-3,286.86	2,955.76	-331.10	111.20
2008.07-2009.06	-3,053.39	2,928.04	-125.35	104.28
2009.07-2010.06	-939.90	2,748.78	1,808.88	34.19
2010.07-2011.06	-1,034.10	3,103.81	2,044.71	33.32
2011.07-2012.06	+1,094.33	3,241.43	4,335.76	-33.76
2012.07-2013.06	-1,273.49	3,288.00	2,014.51	38.73
時間區段	(A)	(B)	(A+B)	(-A/B)
2000.07-2008.06	-12,183.05	14,652.08	2,469.03	83.15
2008.07-2013.06	-5,206.55	15,310.06	10,078.51	34.01
2000.07-2013.06	-17,389.50	29,962.14	12,547.54	58.04

資料來源：“U.S. Department of Commerce Bureau of Economic Analysis,” *U.S. International Transactions Accounts Data*, http://www.bea.gov/international/bp_web/tb_download_type.cfm?list=1&anon=17&table_id=10&area_id=35, Accessed on September 30, 2013.

美國資本帳 (A)，中國對美國經常帳 (B)，和中國對美國收支帳 (A+B) 進行統計，發現 2007 年 7 月～2008 年 6 月和 2008 年 7 月～2009 年 6 月兩個年度收支帳出現負值，其他年度中國對美國收支帳皆為正值，且在 2009 年 7 月至 2013 年 6 月履創新高。由此導出的經常帳／資本帳所得的中國對美國資本回流率，明顯看出中國對美國資本回流率在 2008 年後下降，最低點出現在 2011 年 7 月～2012 年 6 月的-33.76%，波動幅度亦相當明顯。

中國對美國的資本回流率變動甚大，2000 年以來最高的 2007 年 7 月～2008 年 6 月的 111.20%，中國對美國出現資本淨輸出，到最低的 2011 年 7 月 2012 年 6 月間只有-33.76%。

分別從 2000 年 7 月～2008 年 6 月和 2008 年 7 月～2013 年 6 月兩個區段觀察。2000 年 7 月至 2008 年 6 月中國對美國的經常帳為 14,652.08 億美元，其中對美貿易順差總額 13,339.74 億美元貿易順差額占經常帳 91.04%，其次因投資獲利、旅遊的收入支付為 1,312.34 占經常帳 8.96%。同時期 2000 年 7 月至 2008 年 6 月中國對美國資本帳為-12,183.1 億美元。中國對美國收支帳為 2,469.03 億美元，即 2000 年 7 月至 2008 年 6 月中國主要通過美貿易順差所賺取的外匯，較之以購買美國債券回流美國的資金還多出 2,469.03 億美元。資本帳／經常帳為-12183.10/14652.08，取其正值後為 83.15%。

2008 年 7 月～2013 年 6 月的數據出現大幅變化，在經常帳持穩步增長的同時，主要以購美國債券為主的資本帳大幅減少，雖然中國對美國仍為資本淨流入國，但中國對美國的資本回流率大幅下降。中國對美國資本回流率從 2000 年 7 月～2008 年 6 月的 83.15%，下降至 2008 年 7 月～2013 年 6 月平均值的 34.01%。特別是 2011 年 7 月～2012 年 6 月創下首次負值的-33.76%。

柒、中國對美國資本回流率與人民幣匯率關聯

檢視從 2005 年 7 月中國進行人民幣匯改後人民幣大致升值態勢，就升幅區分，第一階段 2005 年 7 月至 2008 年 8 月升幅明顯，由 827.65 (100 美元兌人民幣，下同) 升至 683.97，第二階段 2008 年 8 月後至 2010 年 8 月的兩年期間維持在 682 附近，第三階段 2010 年 8 月至 2012 年 4 月緩步上升由 682 升至 627.87，第四階段由 2012 年 4 月至 2013 年 8 月升至 617.09，升幅較一、三階段為少。

對照第一階段同時期 3 個年度中國對美國資本回流率分別為 78.81%、98.83%和 111.20%，對美國資本帳-1,854.72 億美元、-2,801.03 億美元和-3,286.86 億美元，為四個階段中對美國資本回流率最高時期。第二階段 2008 年 8 月至 2010 年 8 月，中國對美國資本回流率由 104.28%陡降至 34.19%，資本帳亦由-3,053.39 億美元減至-939.90 億美元。第三階段以 2010 年 7 月至 2012 年 6 月數據觀察，資本回流率為 33.32%和-33.76%，資本帳為-1,034.10 億美元和+1,094.33 億美元。第四階段以 2012 年 7 月至 2013 年 6 月看，資本回流率 38.73%，資本帳-1273.49 億美元。

依年度細分，2005 年 7 月至 2006 年 6 月，人民幣匯率由 827.65 升值為 799.56，升幅 3.39%；2006 年 7 月至 2007 年 6 月，由 799.65 升值為 761.55，升幅 4.76%；2007 年 7 月至 2008 年 6 月，由 761.55 升值為 685.91，升幅 9.93%；2008 年 7 月至 2009 年 6 月，由 685.91 至 683.19，升幅僅 0.39%；2009 年 7 月至 2010 年 6 月，由 683.19 至 679.09，升幅 0.60%；2010 年 7 月至 2011 年 6 月，由 679.09 至 647.16，升幅擴大為 4.70%；2011 年 7 月至 2012 年 6 月，由 647.16 升值為 632.49，升幅 2.27%；2012 年 7 月至 2013 年 6 月，由 632.49 升至 617.84。升幅 2.32%。

在 2005 至 2008 年升幅都為前列，特別是 2007-2008 年的 9.93%為歷年之冠，2008~2009 和 2009~2010 近乎停滯，2010 年後再次走升，但較 2005~2008 年升幅明顯較低，其中 2010~2011 的 4.70%，非但為 2010 年後之冠，且在 9 個年度排名第三。

表 8 中國對美國資本回流率、資本帳、收支帳與人民幣匯率升幅關聯

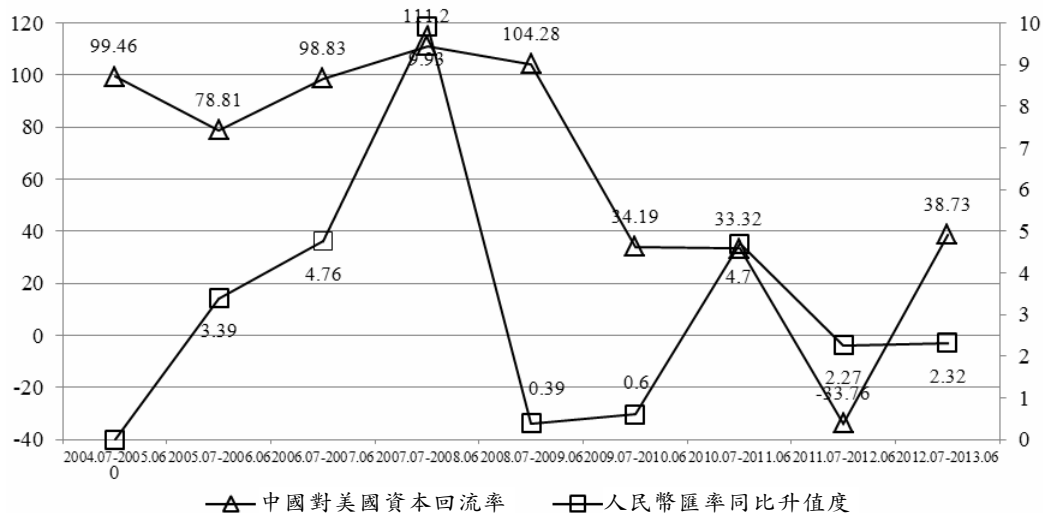
(中國對美國資本回流率、資本帳、收支帳，單位：億美元。人民幣匯率：100美元兌換人民幣額。中國對美國資本回流率單位，人民幣匯率同比升值度：%。)

	中國對美國 資本帳	中國對美國 收支帳	中國對美國資本 回流率	期末人民幣 匯率	人民幣匯率 同比升值幅度
2004.07-2005.06	-1,966.68	10.75	99.46	827.65	0
2005.07-2006.06	-1,854.72	498.81	78.81	799.56	3.39
2006.07-2007.06	-2,801.03	33.19	98.83	761.55	4.76
2007.07-2008.06	-3,286.86	-331.10	111.20	685.91	9.93
2008.07-2009.06	-3,053.39	-125.35	104.28	683.19	0.39
2009.07-2010.06	-939.90	1,808.88	34.19	679.09	0.60
2010.07-2011.06	-1,034.10	2,044.71	33.32	647.16	4.70
2011.07-2012.06	+1,094.33	4,335.76	-33.76	632.49	2.27
2012.07-2013.06	-1,273.49	2,014.51	38.73	617.87	2.32

資料來源：同表 7。人民幣匯率自「人民幣匯率中間價」，中國國家外匯管理局，http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj_hljzj_inquire，檢索日期 2013 年 10 月 27 日。

檢視本文所提假說，人民幣匯率升幅度和中國對美國資本回流率有正關聯性，以具體化 Benjamin J. Cohen 的貨幣權力理論，將 2005 年 7 月人民幣啓動匯率改革後人民幣匯率同比升值幅度和中國對美國資本回流率關聯二者以圖 4 呈現：

圖 4 中國對美國資本回流率與人民幣匯率同比升幅關聯



左軸：中國對美國資本回流率（單位：%）
 右軸：人民幣匯率同比升值幅度（單位：%）
 資料來源：作者自行整理。

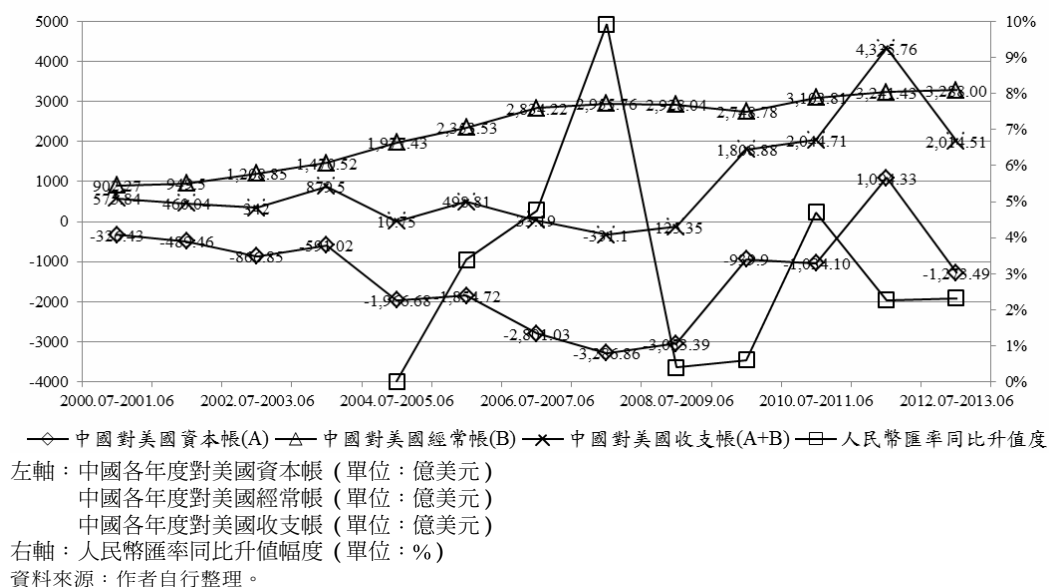
圖 4 說明，從 2005 年人民幣啓動匯率改革至 2013 年人民幣皆呈升值走勢，同比升值幅度和中國對美國資本回流率走勢大致相同，2007 年 7 月～2008 年 6 月人民幣同比升值幅度達 9.93%，而當年度對美國資本回流率也從上一年度的 98.83% 升至 111.2%。相對的 2008 年 7 月～2009 年 6 月年度，當資本回流率從 111.2% 下滑至 104.28%，人民幣匯率同比升值幅度大幅下修至 0.39%，符合本文提出資本回流率和人民幣同比升值走勢相同的假說。但不同的是 2009 年 7 月～2010 年 6 月，資本回流率下降至 34.19%，但人民幣同比匯率反從 0.39% 微升至 0.6%，更突出的是 2010 年 7 月～2011 年 6 月年度資本回流率由 34.19% 微降至 33.32%，但該年度人民幣同比卻呈大幅走升，升幅 4.7%，這兩個年度不符合本文假說。其後的 2011 年 7 月～2012 年 6 月和 2012 年 7 月～2013 年 6 月回歸本文假說，匯率走勢和資本回流率呈正相關，2011 年 7 月～2012 年 6 月資本回流率下降至 -33.76%，同期人民幣同比升幅下降至 2.27%，2012 年 7 月～2013 年 6 月年度資本回流率回升至 38.73%，人民幣升幅由 2.27% 升至 2.32%。

在檢視的 6 個年度中有 4 個年度符合假說，但 2009 年 7 月～2010 年 6 月和 2010 年 7 月～2011 年 6 月兩個年度不符合假說，特別是 2010 年 7 月～2011 年 6 月年度背離情況特別明顯。

資本回流率出現例外，試以原始的資本帳、經常帳和收支帳三者對比人民幣同比升值幅度，亦出現若干年度背離假說的情況，2010 年 7 月～2011 年 6 月人民幣同比升值幅度最大，但當年度中國對美國資本帳或收支帳並未明顯增長，反而在下一年度的 2011 年 7 月～2012 年 6 月資本帳和收支帳才大幅增長，而當年人民幣匯率卻相對降低

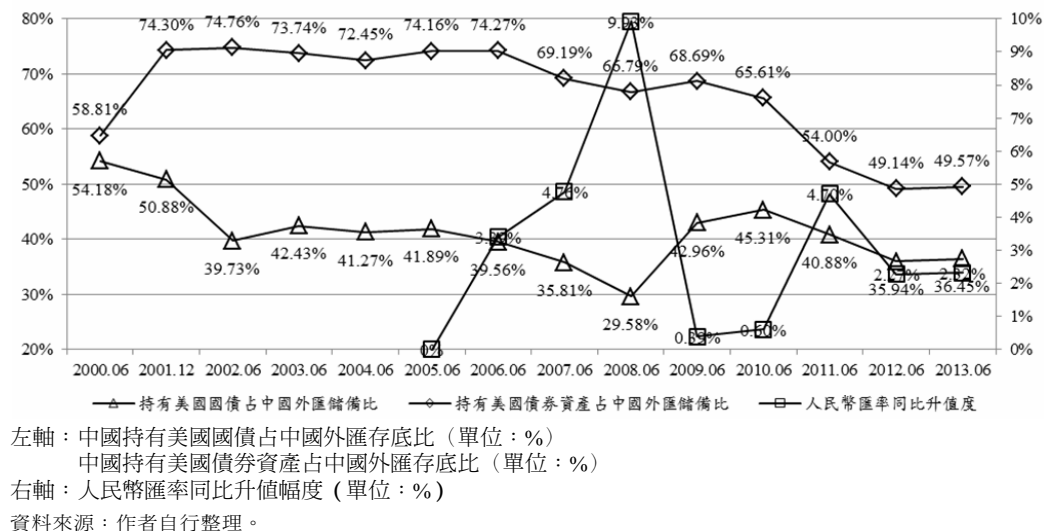
增幅。且 2012 年 7 月~2013 年 6 月資本帳和收支帳回落，當年人民幣同比增幅增加。故以資本帳、經常帳和收支帳進行對比亦不符合本文假說。以圖 5 進行說明：

圖 5 中國對美國資本帳、經常帳、收支帳和人民幣匯率同比升值關聯



再以中國持有美國國債占中國外匯存底比，中國持有美國債券資產占中國外匯存底比進行人民幣匯率同比升值關聯，亦發現若干年度背離假說，中國持有美國債券資產占中國外匯存底比在 2009 年後持續下降，中國持有美國國債占中國外匯存底比在 2010 年後亦呈逐年下降走勢，但人民幣同比最大升值幅度卻是出現在 2010.07-2011.06 年度，亦違反本文假說。以圖 6 加以說明：

圖 6 中國持有美國國債占中國外匯儲備比，中國持有美國債券資產占中國外匯儲備比，和人民幣匯率同比升值關聯



捌、資本回流率假設的再分析

Benjamin J. Cohen 等論述貨幣權力決定於相對何者擁有較佳延遲能力和轉移能力，其中轉移能力中最重要且可指標化的借貸能力。中國對美國借貸最主要形式就是持有美國債券資產，中國對美國巨額經常帳順差以往僅能通過美國資本帳回流，且中國成爲最大債權國，因而中國無法擺脫美國貨幣權力。但就上述，無論就資本回流率；資本帳、收支帳；中國持有美國債券資產占其外匯儲備比，和人民幣同比升幅三者關聯性分析都出現若干年度例外，但就圖形三者仍以資本回流率和人民幣同比升值幅度的關聯性最高。

如何解釋假說的例外狀況，本文認爲有三個原因：一是中國持美國債券多爲一年期以上長天期債券；二是資本回流率母數的經常帳在 2009 年 7 月~2010 年 6 月和 2010 年 7 月~2011 年 6 月兩個年度有較大波動；三是中國對持有美國國債，和國債以外其他債券資產的處理方式不同。

一、中國持有美國債券資產 99%以上是一年期以上的長期債券，即當中國認知美元處於非強勢貨幣或壓低人民幣升值速度，而意圖減少持有美國債券資產時會出現時間差，如是說明人民幣同比最大增幅出現在 2010 年 7 月~2011 年 6 月年度，最低資本回流率出現在下一年度的 2011 年 7 月~2012 年 6 月。同時佐證的是這兩個年度中國調節美國債券資產波動極大，同時人民幣匯率在這兩年的匯市交易日波動也極大。中國在 2011 年 7 月~2012 年 6 月首次出現減持美國國債，連帶持有美國債券資產也下降，當年雖然人民幣仍小幅升值，但在 244 個匯市交易日中，有 115 個交易日人民幣匯率下跌，升、貶日數各約占半數，這也是自 2005 年 7 月以來單一年度匯率下跌日數最多者，說明該年度對人民幣匯空頭、多頭爭鋒最炙。

二、造成資本回流率和人民幣匯率同比增幅若干例外，可能原因在於作爲資本回流率母數的經常帳波動所致，如 2009 年 7 月~2010 年 6 月的資本帳-939.90 億美元，經常帳卻是 2006 年以來最低的 2,748.78 億美元，而出現人民幣匯率升幅最高的 2010 年 7 月~2011 年 6 月年度資本帳爲-1,034.10 億美元，而經常帳卻升至 3,103.81 億美元，如果該年經常帳維持 2009 年 7 月~2010 年 6 月年度相同水準，2010 年 7 月~2011 年 6 月的資本回流率將升爲 37.62%，如是符合本文假說的資本回流率和人民幣匯率同比增幅呈正相關的假設。

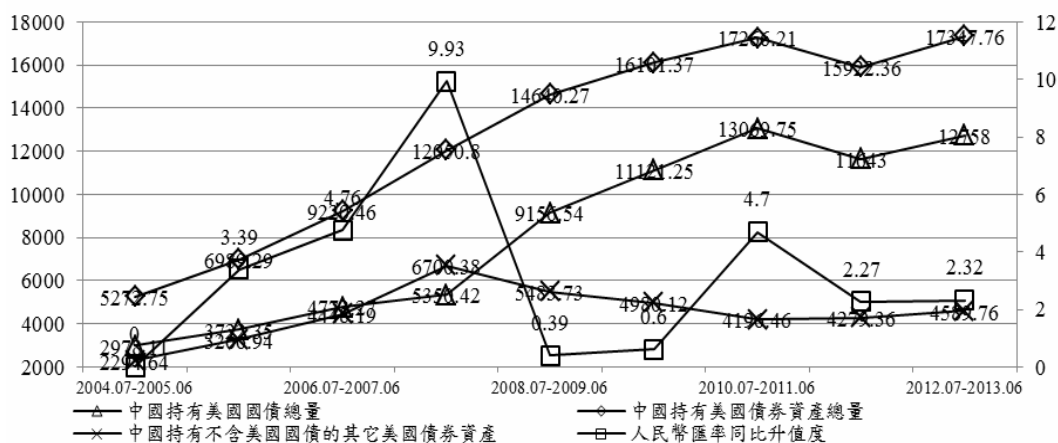
三、上述二者僅爲技術面解釋，本文認爲最主要原因在於區隔美國國債和機構債券。將資本帳拆成美國國債，和國債以外的其他債券資產兩個組成部分，發現中國對持有國債以外的其他債券資產的波動圖形不同於美國國債，將中國持有美國國債以外的其他債券資產排除，單看中國持有美國債和中國持有所有美國債券資產走向，即可發現人民幣匯率同比增幅和中國持有美國債和中國持有所有美國債券資產走向相符。由於在 2008 年以後中國即開始減持國債以外的其他債券資產，特別是政府支持機構債券，直到 2010 年 7 月~2011 年 6 月持有機構債券量觸底後微幅回升，中國持有國債以

外的其他債券資產和人民幣匯率走勢並不相符。而在中國有美國國債部分，從有紀錄以來都呈上升走勢，特別在 2008 年後中國減持機構債券同時，大量改持美國國債，2008 年前中國持有美國國債和機構債券幾近相當，在之後國債是機構債券的二甚或三倍。2008 年以後，中國持有美國國債最高值在 2010 年 7 月~2011 年 6 月，同年度亦為人民幣同比升值幅度最高的一年，二者走勢在 2008 年 7 月~2011 年 7 月三個年度都相同走升，相對的 2011 年 7 月~2012 年 6 月年度二者同樣下滑，2012 年 7 月~2013 年 6 月年度二者有相同走升。2008 年後除中國持有美國國債和人民幣走勢相同外，連帶的中國持有所有美國債券資產和人民幣走勢亦相同。以圖 7 呈現論述：

玖、結 論

中國通過降低對美國資本回流率低美國貨幣權力，現今存在結構困境，即中國去化外匯存底的管道不足，既未開放國內外資本帳自由兌換，對外歐元和日幣國債市場波動性大，對歐、美兩地投資受限於非經濟因素，但從 2008 年以來中國仍降低有美國債券資產率來規避對美元的依賴。中國如能降低對美國資本回流，資本更多元配置，進而推動人民幣國際化，有助於人民幣與美元脫勾，採取相對靈活匯率，增加在國際貿易市場競爭力。

圖 7 中國持有各式美國債券資產與人民幣同比升幅關聯



左軸：中國持有美國債券資產總量（單位：億美元）
 中國持有美國國債總量（單位：億美元）
 中國持有不含美國國債的其他債券資產總量（單位：億美元）
 右軸：人民幣匯率同比升值幅度（單位：%）

資料來源：作者自行整理。

Benjamin J. Cohen 的貨幣權力提出延遲能力和轉移能力，延遲能力決定於國際資產流動部位、外匯存量，以及借貸能力。轉移能力指是否成為有鑄幣權的國際強勢硬通貨地位。本文認為延遲能力中的國際資產流動部位、外匯存量二者無法有效說明美

國對中國貨幣權力，轉移能力在現有美國主導國際經貿秩序及中國短期內不會完全開放資本市場下，美國較中國擁有絕對優勢的轉移能力。因而目前中國要弱化美國對其貨幣權力可著手的就是改變借貸能力。本文提出中國對美國資本回流率和人民幣同比增長幅度二項指標加以檢視，具體從 2005 年 7 月中國匯改至 2013 年底，二者確實呈正關聯性。貨幣權力中的借貸能力在中美貨幣關係中確實可被量化和具有解釋力。

從中國規避美國貨幣權力，降低外匯儲備中的美國債券資產比例，降低對美國資本回流率，人民幣匯率不再單向走升，經論證符合本文假設的發現如下：

一、中國最主要外匯存底方式以持有美國債券資產為主，特別在 2009 年前更為明顯，符合本文中國對美國資本回流率越高，人民幣走升較快的假設。通過對美國貿易和對全球貿易順差所獲取的外匯，就長期 2000 年 7 月至 2013 年 6 月，關聯性最高的為中國持有美國債券資產增量／中國對美國貿易順差增量（中方統計）。中國自 2000 年 7 月至 2013 年 6 月依中方統計共取得 16,215.80 億美元的貿易盈餘，同時間中國購入 15,046.75 億美元的美國債券資產。意味著中國對美國貿易所賺取的資金有 92.79% 以購買美國債券資產方式儲存。從 2007 年以後中國外匯存底增量和中國持有美國國債增量、中國持有美國債券資產增量有關聯性，在外匯存底增量後 1 到 2 年後帶動中國持有美國國債增量、中國持有美國債券資產增量同步正負增長。相同的中國對全球貿易順差增量和中國持有美國國債增量、也在約 1 到 2 年後帶動中國持有美國國債增量、中國持有美國債券資產增量同步正負增長。從 2008 年以後中國持有美國債券資產占中國外匯存底比多數呈下降走勢，但就總量而言，僅 2011 年 7 月～2012 年 6 月年度年減少，其餘年度均增加。

二、2008 年夏季金融海嘯後，中國開始降低對美國資本回流率，代之以增持日本債券資產，對外投資，和與多個國家建立貨幣互換機制等人民幣國際化初期進程，同時間人民幣匯率長時間單向升值走勢宣告結束，符合本文中國降低對美國資本回流率時人民幣匯率自主性提升的假設。2008 年金融海嘯後其外匯存底資產配置巨幅變化，美國債券占中國外匯儲備從近 75% 降至不足 50%，而購買日本國債和對外直接投資大幅增加。特別在美國債券方面低於全球官方外匯儲備持有美國債券的平均值的六成，相對的持有日本國債高於全球官方外匯儲備持有日本國債平均值，且幅度不斷拉大。2008 年以來，中國減少美國債券資產占其外匯儲備比同時，增加日元資產和對外直接投資，前者占中國外匯存底降至不到 50%，後二者雖不到外匯儲備總額 10%，但若以年度新增外匯和新增日元資產和新增對外直接投資的邊際比，後二者合計近 50%，顯示中國外匯資產不再侷限美國債券資產，2008 年後中國開始轉而以購買日元資產作為重要手段。

三、在諸多對照組，包括：中國對美國資本帳、收支帳和人民幣匯率同比增幅關聯，中國持有美國債券資產、持有美國國債資產占其外匯存底比，發現仍以中國對美國資本回流率與人民幣同比增長幅度關聯度最高，大致上從 2005 年中國啟動人民幣匯率改革以來二者呈正關聯性，符合本文假設。

四、雖然中國對美國資本回流率與人民幣同比增長幅度存在相當程度正關聯性，

但在 2009 年 7 月～2011 年 6 月兩個年度出現落差，特別是 2010 年 7 月～2011 年 6 月年度資本回流率由 34.19% 微降至 33.32%，但該年度人民幣同比卻呈大幅走升，升幅 4.7% 與本文假設不符。本文提出資本回流率三個可能問題，一是中國持美國債券多為 1 年期以上長天期債券；二是資本回流率中作為母數的經常帳在 2009 年 7 月～2010 年 6 月和 2010 年 7 月～2011 年 6 月兩個年度有較大波動；三是中國對持有美國國債，和國債以外其他債券資產的處理方式不同。經再次分析，特別是以中國在持有美國國債和國債以外債券資產不同解釋力最強，中國在 2008 年以後減持國債以外債券資產，特別是大幅減持機構債券，而國債僅在 2011 年 7 月～2012 年 6 月出現減持，而在同年中國卻回補機構債券，造成以全部債券資產為計算的資本回流率部分與人民幣同比增長幅度不符現象，將國債以外債券資產不予考慮並進行調整後，不含中國持有美國國債以外債券資產的資本回流率和人民幣同比增長幅度走勢相符，符合本文假設。中國相對其他國家對美國有極高的資本回流率，因而除非中國能成功推動人民幣國際化，形成國際貨幣市場的多極化，否則在人民幣匯率議題仍會繼續承受美國政治、經貿壓力。

*

*

*

(收件：102 年 12 月 10 日，接受：105 年 1 月 17 日)

Testing the Monetary Power Theory: A Case of China's Capital Account/ Current Account to the U.S.

Lih-Shan Shen

Assistant Professor

Department of Elder Care

General Education Center

Central Taiwan University of Science and Technology

Abstract

Although Benjamin J. Cohen and Eric Helleiner have developed narratives on Monetary Power, there is no clear operational definition of the term. Based on Cohen's discussion of the power of delay and the power of transfer, Chou Wen-Chi came up with three criteria to measure Monetary Power: foreign reserve, outstanding national debt, and percentage of trade in GDP. Using these criteria, he pointed out that although the US is less trade-dependent, liquidity of US Dollar and borrowing ability of the US are both higher. Thus, the US holds Monetary Power over China.

This paper observed a cyclical buying behavior of China on US Government Bonds from 2008 to 2013. During the time, China increased its holding of Japanese Bonds and foreign direct investment. China's Capital Account/Current Account rate to the U.S. is positively correlated with the exchange rate of RMB – thus, an indicator of Monetary Power.

Though China's Capital Account/Current Account rate to the U.S. matched the exchange rate of RMB, there were time lags and inconsistency in several fiscal years. First reason was that most U.S. liability assets held by China were in the form of long-term security. Second, China differentially processes its holding of U.S. treasury and U.S. agency, bonds, and equity. China's holding of U.S. treasury more strongly matches the RMB exchange rate. In the case of China's Capital Account/Current Account rate, the

Monetary Power theory possesses effective explanation ability, particularly its theory on borrowing capacity.

Keyword: Monetary Power, Capital Account/Current Account rate, US Bonds Asset, Japan Bonds Asset, Foreign Direct Investment

參考文獻

- 「2011 年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/dgzz/201208/20120808315019.html>，檢索日期 2014 年 11 月 30 日。
- 「2012 年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部、中華人民共和國國家統計局、國家外匯管理局，http://aaa.ccpit.org/Category7/Asset/2014/Apr/22/onlineeditimages/file7139815_9809039.pdf，檢索日期 2014 年 11 月 24 日。
- 「人民幣匯率中間價」，中國國家外匯管理局，http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj_hlzjj_inquire。
- 「中央銀行我國與主要貿易對手通貨對美元之匯率」，中央銀行，<http://www.cbc.gov.tw/content.asp?mp=1&CuItem=36599>，檢索日期 2013 年 9 月 3 日。
- 「中國商務部、國家統計局、國家外匯管理局聯合發佈 2011 年度中國對外直接投資統計公報」，中國商務部網站，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/dgzz/201208/20120808315019.html>，檢索日期 2013 年 7 月 2 日。
- 「外匯儲備數據」，中國國家外匯管理局，http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj_inwhcb，檢索日期 2014 年 2 月 22 日。
- 「海關主要統計數據」，中華人民共和國國家海關總署，<http://www.customs.gov.cn/publish/portal0/tab44604/>，檢索日期 2014 年 9 月 22 日。
- 趙文志，「國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析」，問題與研究，第 50 卷第 2 期（2011 年 6 月），頁 143~167。
- “Congressional Research Service,” *China’s Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf>, Accessed on December 6, 2013.
- “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves,” *International Monetary Fund*, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>, Accessed on August 25, 2013.
- “Securities (A): U.S. Transactions with Foreigners in Long-Term Securities Statics: A. Recent Net Foreign Purchases, by Country : 1.Net Purchases of U.S. Long-Term Securities: A. By Month,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/snetus.txt>, Accessed on August 26, 2013.
- “Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx#usseccs>, Accessed on August 26, 2013.
- “TABLE 1D: U.S. Long-Term Securities Held by Foreign Residents in May 2013,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec3.aspx>, Accessed on August 26, 2013.

- “The International Trade Statistics Yearbook,” *UN Comtrade United Nations Commodity Trade Statistics Database*, <http://comtrade.un.org/db/default.aspx>, Accessed on September 22, 2013.
- “Treasury International Capital System,” *U.S. Department of the Treasury*, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>, Accessed on September 15, 2013.
- “U.S. Department of Commerce Bureau of Economic Analysis,” *U.S. International Transactions Accounts Data*, http://www.bea.gov/international/bp_web/tb_download_type.cfm?list=1&anon=17&table_id=10&area_id=35, Accessed on September 30, 2013.
- “Working Together to Support Global Recovery,” *International Monetary Fund*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/index.htm>, Accessed on August 25, 2013.
- “World Investment Prospects Survey,” *United Nations*, http://unctad.org/en/docs/diaeia20104_en.pdf, Accessed on September 20, 2013.
- “World Investment Reports,” *United Nations Conference on Trade and Development*, <http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/WIR-Series.aspx>, Accessed on July 22, 2013.
- “World Investment Report 2001 Promoting Linkages,” *United Nations Conference on Trade and Development*, http://unctad.org/en/docs/wir2001overview_en.pdf, Accessed on July 22, 2013.
- “World Investment Report 2013: Global Value-Chains: Investment and Trade for Development,” *United Nations Conference on Trade and Development*, http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=555&Sitemap_x0020_Taxonomy=UNCTAD%20Home, Accessed on September 22, 2013.
- Carbaugh, Robert, “Can the Dollar Remain the World’s Most Important Reserve Currency?,” *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 4, No. 7 (July 2005), pp. 9~16.
- Chin, Gregory and Eric Helleiner, “China as a Creditor: A Rising Financial Power?,” *Journal of International Affairs*, Vol. 62, No. 1 (Fall/Winter 2008), pp. 87~102.
- Cohen, Benjamin J., “Macro Foundations of Monetary Power,” in D. M. Andrews ed., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006) , pp. 31~50.
- Cohen, Benjamin J., “The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity,” *International Affairs*, Vol. 84, No. 3 (May 2008), pp. 455~470.
- Cohen, Benjamin J., *The Future of Global Currency: The Euro Versus the Dollar* (Oxford, UK: Rutledge, 2011), pp. 3~5.
- Helleiner, Eric, “Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar?,” *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3 (July 2008), pp. 354~378.

Kirshner, Jonathan, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1995), pp. 3~15.

Otero-Iglesias, Miguel, "The Influence of the Euro in Reshaping Global Monetary Governance: Perceptions from Financial Elites in Brazil and China," *European Law Journal*, Vol. 18, No. 1 (January 2012), pp. 122~142.

Strange, Gerard, "The Euro, EU Social Democracy, and International Monetary Power: A Critique of New Constitutionalism," *Globalizations*, Vol. 9, No. 2 (April 2012), pp. 257~272.

Subacchi, Paolas, "Who is in Control of the International Monetary System?," *International Affairs*, Vol. 86, No. 3 (May 2010), pp. 665~680.

Vermeiren, Mattias, "The Crisis of US Monetary Hegemony and Global Economic Adjustment," *Globalizations*, Vol. 10, No. 2 (April 2013), pp. 245~259.

Vermeiren, Mattias, "Foreign Exchange Accumulation and the Entrapment of Chinese Monetary Power: Towards a Balanced Growth Regime?," *New Political Economy*, Vol. 18, No. 5 (January 2013), pp. 680~714.

日文

「日本銀行國際收支統計一年末直接投資・證券投資等殘高地域別統計」, 日本銀行, <http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/index.htm/>, 檢索日期 2013 年 5 月 12 日。

「国債 (国の發行する債券)」, 日本財務省, <http://www.mof.go.jp/jgbs/>, 檢索日期 2013 年 9 月 22 日。