

看世界

美债跌下“王座”

孙昌岳

国际

来稿邮箱 gjb@jrb.cn

在全球央行的储备资产清单里，美国国债长期稳居头把交椅，这几乎是过去30年间国际金融圈心照不宣的共识。然而，欧洲央行近日发布的年度报告，悄然改写了这份延续多年的座次表。

截至2025年末，黄金在全球官方储备资产总额中的占比升至27%，美国国债占比则从2024年末的25%滑落至22%。至此，全球官方储备第一大资产的头衔正式易主。

从布雷顿森林体系建立算起，美元资产主导全球储备体系已有80余年。凭借超高的流动性和美国国家信用背书，美债长期被视为全球最安全的金融资产，是各国外汇储备的压舱石。此番黄金反超，折射出的不只是两大核心储备资产信用地位的更迭，更是全球金融秩序深层次的变迁。

回望历史，美债能坐上全球储备资产的头把交椅，并非一日之功。1944年布雷顿森林会议上，凭借占全球四分之一的黄金储备和头号经济强国的实力，美元确立了与黄金挂钩、其他货币与美元挂钩的双挂钩体系，就此获得等同于黄金的特殊地位。尽管1971年尼克松宣布美元与黄金脱钩，此后布雷顿森林体系解体，但美元的霸权根基并未动摇。随后美国与沙特阿拉伯达成石油美元协议，将全球最重要的大宗商品石油与美元绑定，各国为进口石油不得不持有大量美元，并将富余美元投向流动性最好、安全性最高的美国国债，形成了“石油—美元—美债”的闭环。

在这套机制的支撑下，美债逐渐成为全球金融体系的“定海神针”。它不仅是各国央行储备资产的首选，也是全球金融市场的定价基准，几乎所有债券、贷款的利率都以美债收益率为参照。巅峰时期，美债占全球官方储备的比重超过三成，加上美元现汇等其他美元资产，美元资产占比超过七成。对各国央行而言，持有美债既是出于贸易结算和汇率稳定的现实需要，也是对美国经济实力和国家信用的信任投票。这种格局持续了数十年，以至于市场几乎形成了思维定式：谈及全球储备资产，美债的地位似乎无可撼动。

把持了数十年的储备头名，为何会在2025年被黄金反超？最直接的推手是一轮史诗级的金价

上涨行情。2025年，国际金价全年涨幅高达65%，年末站稳4300美元/盎司上方，2026年1月更是一度突破5500美元/盎司。黄金储备的账面市值随着价格水涨船高，直接拉高了其在储备资产中的占比。欧洲央行在报告中坦言，估值效应是黄金占比大幅提升的首要因素。有机测算，如果将金价拉回2023年底的水平重新计算，黄金占比将从27%回落至16%左右，美债仍会以约26%的占比重回榜首。从这个意义上讲，黄金此次“登顶”，价格浮动的账面效应功不可没。

但如果把一切都归因于金价上涨，显然低估了这场变局的深层含义，真正值得关注的是全球央行用真金白银向谁投出了信任票。

2022年至2024年，全球央行年均净购入黄金超过1000吨，购金热潮持续高涨。2025年，尽管金价已处于高位，各国央行购金规模仍达863吨，其中波兰以约100吨的采购量领跑，哈萨克斯坦、巴西等新兴经济体紧随其后。今年一季度，全球央行增储黄金244吨。世界黄金协会的调研显示，89%的受访央行预计未来12个月全球央行黄金储备将继续增加。

与“囤金热”形成鲜明对比的，是美债遭遇持续减持。截至2025年末，美债在全球官方储备中的占比已连续两年下跌，较2023年末下降4个百分点。美联储数据显示，2026年3月，全球央行、政府和国际机构在纽约联储托管的美债规模单月减少820亿美元，总价值创下2012年以来的最低水平。一增一减之间，全球储备资产的天平逐渐倾斜。

推动各国央行调整储备结构的根本原因，在于全球风险逻辑的切换。一直以来，各国央行在管理储备时都会遵循安全性、流动性、盈利性三大原则，而美债在众多可供选择的标的中优势明显。但2022年乌克兰危机爆发后，美国联合西方盟友冻结俄罗斯数千亿美元外汇储备的操作彻底打破了“主权信用资产无风险”的市场共识。各国央行这才意识到，以美元资产为主、存放在美元体系内的外汇储备其实并不安全，自家“保险箱的钥匙”其

实一直都掌握在别人手里。

与此同时，美国推行的关税政策以及“小院高墙”“脱钩断链”等举措，对盟友同样强势收割，都让全球市场意识到，美元体系的中立性正在褪色。各国央行对美国政策不可预测性的担忧上升，导致其购买黄金的意愿更加坚决。

而美国自身的问题，也在加速这场“投票”的转向。当前，美国联邦政府债务总额已突破39万亿美元，占国内生产总值(GDP)比重超过120%。2025财年联邦债务利息支出接近1万亿美元，超过国防预算。债务上限危机反复上演，2025年10月至11月政府停摆创下43天的最长纪录。美国主权信用评级遭下调，财政纪律的松散与债务运行的不可持续性暴露无遗。美债长期以来所享有的“安全溢价”，正遭遇前所未有的侵蚀。

不过，需要明确的是，黄金反超美债，并不等于美元体系彻底衰落，看待这场“王座”易主需要保持客观和理性。

一方面，包括美债在内的美元资产在全球储备体系中的占比依旧稳居高位。欧洲央行的数据显示，如果将美元现汇等其他美元计价资产全部算上，美元资产在全球储备中的总占比仍高达42%。美元在国际贸易结算、外汇交易、全球支付体系中仍然占据主导地位，SWIFT系统中美元支付占比仍超过四成。这些都说明，美元的全球货币霸权根基尚在，短期内没有任何一种货币或资产能够全面替代美元的功能。

另一方面，黄金自身也有难以克服的局限性。它不产生利息收益，储存和运输成本高，流动性也远不如美债。对于需要频繁进行外汇干预、维持国际支付的央行来说，黄金不可能完全取代主权债券的功能。这也是为什么尽管各国央行持续增持黄金，但大多是作为分散风险的配置补充，而非彻底替代美元资产。近期国际金价出现回调，部分央行甚至重启小额增持美债，也从侧面印证了美元资产仍有不可替代的市场价值和韧性。

事实上，全球金融格局的演变从来不是非此即彼的单向替代，而是渐进式的多元共生。美元地位的相对削弱，将是一个缓慢、曲折和长期的过程。有分析指出，美元虽不会彻底丧失主要储备货币地位，但将逐步告别“独霸”时代。未来更可能出现的局面，是一个由美元、欧元、人民币等多国货币与黄金共同构成的多元储备体系。

黄金此番超越美债，更像是全球金融秩序转型的一个缩影。它不是旧体系的终结，而是新格局的开端。对各国而言，增持黄金、减持美债，本质上是在动荡的世界中为自身金融安全多加一道保险，是对美元体系风险的主动对冲。这场无声的储备资产重估，终将推动全球金融体系朝着更加均衡、多元、稳定的方向演进。

6月，几内亚西部博法省科巴地区正值收获时节。广袤稻田里，金黄色的稻穗随风起伏，收割机来回穿梭，农户们忙着装运刚刚收获的稻谷。距离田地不远的大米加工厂内，机器持续运转，一袋袋印有“中国杂交水稻，几内亚生产”字样的大米整齐码放，即将销往市场。

对许多当地农民来说，这样的丰收景象来之不易。几内亚水资源丰富，土地肥沃，素有“西非水塔”之称。但长期以来，由于农业基础设施薄弱，种植技术水平有限，当地粮食增产始终面临挑战。

为探索提高粮食产量的新路径，中几两国2019年在科巴地区启动杂交水稻示范项目，中国农业专家团队与几内亚农业部门共同开展品种试验和技术推广。

几内亚壹隆禾农业公司总经理张峰告诉记者，大米是几内亚民众最主要的粮食之一，但目前几内亚对大米进口的依赖程度较大。“我们希望通过推广杂交水稻帮助当地提高粮食产量。”

几内亚博法省科巴农研所所长苏莱曼·迪亚瓦拉说，中方在2021年提供了3个杂交水稻品种，几方与壹隆禾公司技术人员一道开展了试验和评估。结果表明，3个品种都适应科巴地区的自然条件，其中两个品种的适应性和产量尤为突出。如今，示范基地引进的杂交水稻品种已经增加到6个，最高单产可达每公顷9吨。

“中国杂交水稻不仅产量高，而且口感也很好，品质令人满意。”迪亚瓦拉说。中国杂交水稻能在当地实现增产，并不仅仅依靠种子本身。项目启动初期，科巴不少农田灌溉渠道堵塞，排水系统年久失修，传统种植方式仍占主导地位。中国农业专家团队进入当地后，一边参与农田水利修复，一边推广育秧、移栽、科学施肥和病虫害防治等配套技术，帮助当地农户逐步建立现代种植管理模式。

农业专家刘光友深耕杂交水稻种植40余年，2020年来到几内亚后持续参与当地农业技术培训。“经过这些年的努力，当地农民按照我们的技术模式进行种植后，种植效益普遍提高了两倍以上。采用改良种子和技术进行种植的面积也比我们刚来时扩大了四到五倍。”他说。

在几内亚博法省农业畜牧官员赛义杜·西拉看来，技术能力的提升比产量增长更为重要。“中国农业技术的到来为几内亚培养农业人才创造了条件，也让越来越多农民开始接触现代农业理念和先进农业技术。”

今年4月，几内亚总理阿马杜·乌里·巴将一袋产自科巴的杂交水稻大米托人带往中国，并在米袋上写下寄语：“这袋米是几中两国合作的完美象征。”

从示范种植到技术培训，从品种引进到本土化探索，中国杂交水稻正在这片西非土地上不断成长，为当地农业发展带来新的可能。

金色

张健 张玉洁

悦读

黑天鹅与救生艇

肖瀚

1987年10月19日，华尔街的交易大厅里乱作一团——电话铃声、尖叫声、怒骂声、砸键盘的声音混合在一起，空气中弥漫着绝望的气息，无数财富如冰雪般消融……

那一夜，华尔街几乎无人入眠——除了一位27岁的交易员。

在曼哈顿的一间公寓里，纳西姆·尼古拉斯·塔勒布踌躇满志地睡了12个小时。当他醒来时，金融世界已经天翻地覆。而他那些曾被同行嗤笑为“废纸”的深度估值看跌期权(金融术语，指行权价格远远背离当前市场价格的看跌期权)，却一夜之间为他净赚了数百万美元。

这一幕就是后来才为人所知的塔勒布经济学理论中最富隐喻性的画面：当金融大洪水突然来袭，他早已登上了救生艇。

塔勒布是一位成功的统计学家、风险分析师和投资家，但他最被世人所熟知的身份是“黑天鹅理论之父”——因对不确定性的研究而闻名。

要理解塔勒布对不确定性的痴迷，以及在应对不确定性上的智慧，还得从他儿时说起。

1960年，塔勒布出生于黎巴嫩一个精英家庭，其祖父是最高法院法官，外祖父曾任副总理，父亲是知名学者。他的少年时代沐浴在“中东小巴黎”的荣光中，当时黎巴嫩的人均GDP甚至超过了意大利。

美好一夜坍塌——黎巴嫩内战爆发，战火吞噬了家园。塔勒布后来回忆说，自己就是从那时起开始关注不确定性的，“风险对我来说，意味着每天吃晚饭的时候，不知道白天和我一起踢球的小伙伴还能活下来几人”。

如果说，故乡惨遭变故是飞入塔勒布生命中的第一只“黑天鹅”，那么在美国求学期间，塔勒布又见识了第二只“黑天鹅”。

在那里，他第一次接触到了期权。他迷恋其中的“非线性”诱惑：买方只需承担有限损失，就可能获得不成比例的巨额回报；而卖方看似每天都可获得“稳定”的收入，实际上却承担着毁灭性风险。这种损失与收益的不对称性，像极了他在黎巴嫩的经历——真正的危险，往往隐藏在“被普遍认为安全”的表象之下。

如今回看，塔勒布能在1987年的股市崩盘中大赚特赚并非偶然，而是这一认知框架的初步验证。这次经历也促使他开始系统地梳理自己的思想工具箱，并由此开启了他作为风险管理大师的职业之路——

塔勒布最有名的著作名字就叫《黑天鹅》，其核心观点是，应对风险的第一步是识别“黑天鹅”。

所谓“黑天鹅”，特指那些发生概率很低、事前不可预测，但只要发生就会产生巨大影响的事件。在金融史上，“黑天鹅”有一长串名字：1987年“黑色星期一”、1997年亚洲金融危机、2008年国际金

危机……“但奇怪的是，人们似乎总是对类似的事情视而不见，并习惯于以自己有限的经验和不堪一击的信念预测未来，直到被残酷的现实击溃。”

在书中，塔勒布将世界上的事情分别归入“平均”与“极端”两个子集，并吐槽道：“我们的世界是由极端、未知和非常不可能发生的事物所主导的，但是，我们却只关注已知和重复发生的事物。”

仅能识别“黑天鹅”还不够，关键在于更好应对它，而塔勒布给出的解决方案是培养“反脆弱”能力。所谓“反脆弱”能力，是指通过拥抱随机性，培养与混乱与波动中生存下来甚至获益的能力。

塔勒布就此又写下了《反脆弱》，反复警告人们要避免习惯成自然。他建议人们将自己的时间精力划分成两个部分。其中，绝大部分时间精力应投入自认为安全的领域。比如，如果你有一份还算满意的工作，就不要朝三暮四；如果你手头有一些余钱，要把其中的绝大部分投入类似国债这样的低风险领域，以确保经济环境变化时损失可控。但同时，也要将少部分时间精力投入与“舒适圈”完全不搭界的领域，比如，培养一项与本职工作完全不同，但同样可以糊口的副业；又比如将手头10%至15%的余钱投入类似风险投资这样高风险、高回报的产品中。他将这一理念命名为“杠铃策略”，其本质就是构建一种“下行风险有限、上行潜力可期”的生存策略。

此外，他还强烈建议用“风险共担”原

则过滤噪声。

塔勒布曾于2009年公开发表过一席极为有名的“攻击性言论”。在韩国举办的一场研讨会上，一名金融机构高管言之凿凿地预测未来5年的经济走势。塔勒布听罢，跑上讲台告诉观众：“下次再有哪个‘人模狗样的家伙’预测未来，他应该先展示一下自己过去的业绩。”

后来，在《非对称风险》一书中，他对自己当时的愤怒给出了解释。他相信“Skin in the Game”(切身利益)原则，认为“风险共担是信任的基本前提”，只有当人们为自己的决策承担实际风险时，他的建议才值得被认真对待。

需要明确的是，塔勒布的研究并不是在预测未来，而是为未来的诸多可能性做好尽量充足的准备。在“黑天鹅”没有出现前的寻常年份里，这套理论多少有些“扯后腿”的意思，因为它会消耗你有限的时间、精力和财力；可一旦“黑天鹅”来临，所有这些“无用功”就会瞬间化成一堵极其坚固的防火墙，将最严重的冲击御之门外。

就像其多年合作伙伴、美国著名投资者斯皮茨纳格说的那句名言：“我们手中并无水晶球。”

他们，只是提前准备好了救生艇。



本版编辑 杨啸林 王一伊 美编 王子莹