

关注资产再平衡效应对外 资减持人民币债券的影响

2月份以来，境外机构已经连续3个月减持人民币债券。我们认为，除中美利差收窄、地缘政治风险以外，从存量角度看，资产再平衡效应可能是外资减持的另一重要原因。

- 2022年2月份，中美利差环比变化较小，但受俄乌冲突影响，外资开始大幅减持人民币债券，净减持规模在3月份创历史新高。4月份，地缘政治冲突的次生影响明显缓解，但外资依然在大幅减持人民币债券。
- 资产再平衡，是指在投资组合的资产配置策略确定后，为了维持恒定投资权重所需要进行的资产交易行为。当投资组合中某一类资产收益很高时，投资者需要卖出一部分该类资产，以使投资组合的权重恢复平衡。
- 2022年前3个月，美国国际资本流动报告中，流量数据显示，外国投资者连续净购买长期美债；而存量数据显示，外资却在减持长期美债。两个数据的差异，一定程度反映了美债收益率上行、美债价格持续下跌带来的负估值效应。前3个月美债价格下跌产生的资产再平衡效应，不排除促使外国投资者购入美债。
- 2022年前4个月，全球债券指数下跌、中证全债指数上涨。这可能导致境外机构投资组合中的人民币债券超配，为此外资只能减持人民币债券资产。预计，随着美债收益率逐步见顶，由此引发的人民币债券资产减持也将接近尾声。
- **风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

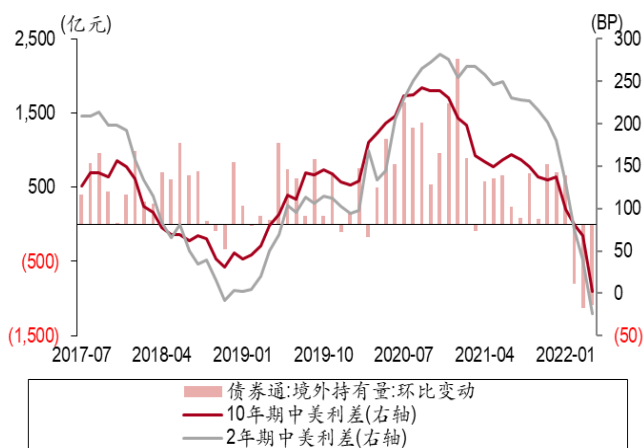
2022年2月份以来，境外机构已经连续3个月减持人民币债券，减持规模分别为804亿、1125亿和1085亿元。这在历史上较为罕见。关于外资为何持续减持人民币债券，市场普遍认为，其中既有中美利差收窄的影响，也有地缘政治风险带来的次生影响。但我们认为这两个因素不足以解释外资对人民币债券持续较大规模的减持行为，存量角度的资产再平衡效应可能被市场忽略。

中美利差和地缘政治冲突无法完全解释外资持续减持人民币债券

历史数据显示，从流量角度看，中美利差和外资持有人民币债券变动额存在较强的相关关系。2017年7月至2022年4月，10年期中美利差与外资持有人民币债券变动额的正相关系数为0.56。以2020年为例，中美利差明显扩大，10年期利差最高升至249个基点，促使外资加速增持人民币债券，全年累计增持超1万亿元。此后，中美利差逐步收窄。不过，外资除了在2021年3月份小幅减持人民币债券以外，2022年2月份之前均在增持。2022年1月份，10年期中美利差均值为99个基点，外资增持人民币债券663亿元；2月份，中美利差环比仅收窄了17个基点，但外资突然开始大幅减持人民币债券，当月净减持804亿元；3月份，中美利差环比进一步收窄16个基点，减持规模扩大至1125亿元；4月份，中美利差继续收窄甚至出现倒挂，外资减持规模反而小幅收窄至1085亿元。过去三个月的外资净减持规模，位列债券通业务启动以来单月净减持额前三（见图表1）。

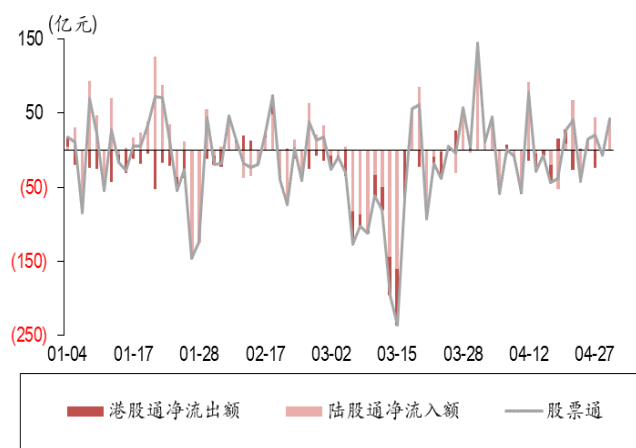
2022年2月爆发的俄乌冲突，被普遍认为是引发外资减持人民币债券的另一重要原因。2月24日，俄罗斯总统普京发表全国讲话，正式宣布俄军在乌克兰东部地区的军事行动，推高全球避险情绪。即便当时市场传闻有部分欧洲资金来华避险，但这部分避险资金流入规模显然不抵外资流出规模。尤其是2月26日美欧等西方国家宣布对俄罗斯进行SWIFT制裁后，外资流入A股速度放缓直至转为净流出。3月7日至15日，受俄乌冲突风险外溢、美国证券交易委员会（SEC）发布“预摘牌名单”、国内疫情反弹等因素影响，股市中的外资流出速度明显加快，陆股通项下累计净卖出668亿元。直到3月16日国务院金融委会议召开，外资才重新回流股市，当月累计净流出收敛至451亿元。4月份陆股通恢复累计净买入63亿元（见图表2）。相对于债券而言，股票的风险资产属性更为突出，外资重新回流股市意味着地缘政治冲突带来的次生影响已经明显缓解。因此，地缘政治冲突不能成为解释4月份外资继续大规模减持人民币债券的理由。

图表 1. 中美利差与债券通境外持有人民币债券变动



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 股票通项下跨境资金流动状况



资料来源：万得，中银证券

资产再平衡效应可能是近期外资持续减持人民币债券的原因之一

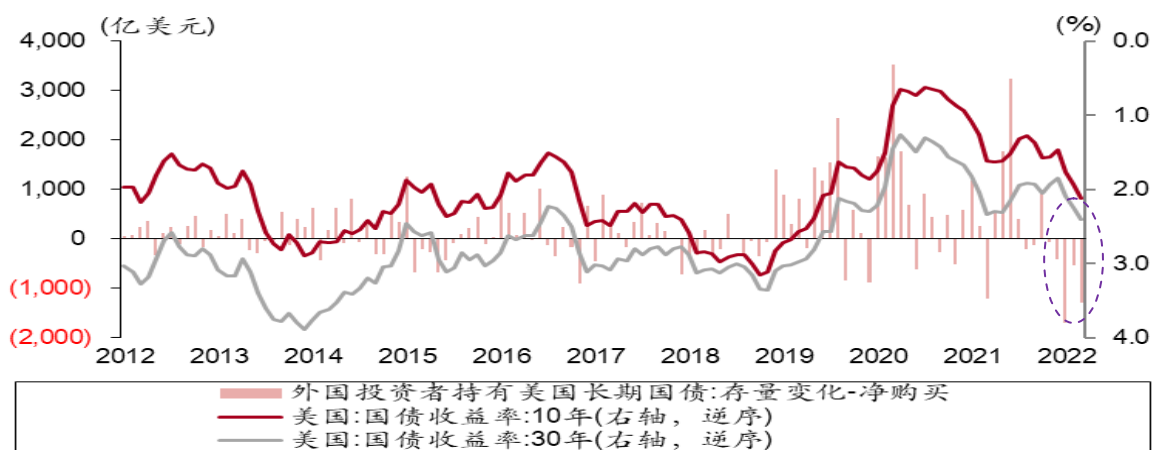
投资组合中的资产净购买量可以分为，维持恒定投资权重所需要的交易，以及由时变投资机会触发的交易两部分。前者即为资产再平衡（rebalancing）效应。例如，当投资组合中某一类资产收益很高时，投资者需要卖出一部分该类资产，以使投资组合的权重恢复平衡¹。

近期美债价格下跌，外国投资者实际可能没有减持美债反而净购入美债

美国财政部每月会发布国际资本流动报告（Treasury International Capital, TIC），其中包括外国投资者买卖美国长期证券数据（流量数据）和外国投资者持有美国长期证券的头寸数据（存量数据）。其中，流量数据来自 TIC S 表格，但该项数据存在多项统计缺陷。例如，根据第一个跨境交易对手的国家，而非最终买卖方所在国家记录数据；未完全考虑代表官方外国投资者进行的交易等。这些缺陷容易使数据使用者产生误导性的解读。2008 年国际金融危机加速了 TIC SLT “美国 and 外国居民长期证券总持有量”的开发和引入，提供实际持仓的市值报告，而非资金流数据。该项指标最初公布的是 2011 年 9 月和 12 月的数据，自 2012 年起开始按照月度公布数据²。

从上述介绍可以看出，外国投资者净购买长期美债数据和持有长期美债存量数量变动之间的差异，除了包括统计方法改进导致的差异之外，还包括国债价格变化带来的估值影响。这在图表 3 得到印证：2012 年以来外国投资者持有长期美债存量变化和流量数据的差异，与美债收益率表现存在一定的负相关性。2022 年前 3 个月，流量数据显示，外国投资者连续净购买长期美债 1985 亿美元，但存量数据显示，外国投资者却在减持长期美债 1551 亿美元。两个数据之间的相互“打架”，一定程度上可以由美债价格持续下跌带来的负估值影响解释。因此，我们不宜简单根据存量数据判断外国投资者在减持美债，甚至不能排除，前 3 个月美债价格下跌导致其在外国投资者投资组合中的权重下降，为保持投资组合资产配置的稳定，外国投资者净购买美债的可能，而不仅仅是因为美债收益率飙升提高了美债的吸引力。

图表 3. 外国投资者持有长期美债存量变化与流量的差额和美债收益率变动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

¹ Bohn, H., and L. L. Tesar. 1996. *Us equity investment in foreign markets: portfolio rebalancing or return chasing?* *The American Economic Review* 86:77-81.

² *Improving the Measurement of Cross-Border Securities Holdings: The Treasury International Capital SLT*, *Federal Reserve Bulletin*, May 2012, Vol.98, No.1.

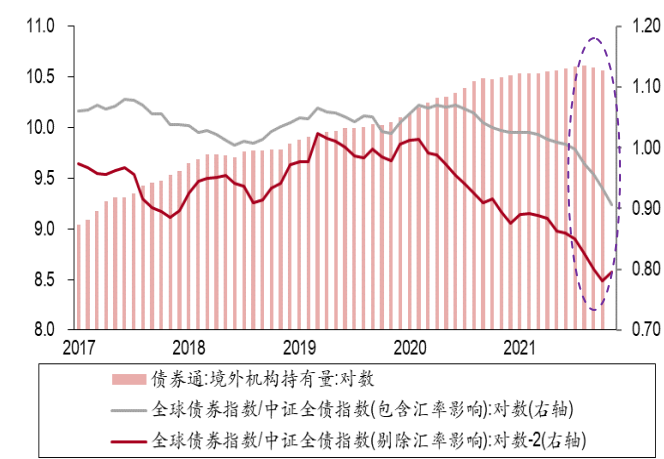
近期中债价格表现好于美债，一定程度上可能促使外资减持人民币债券

2018年以来，中国金融开放加速，中国债券相继被纳入全球三大债券指数——彭博巴克莱全球综合债券指数（2019年4月）、摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数（2020年2月）、富时世界国债指数（2021年10月），外资持有人民币债券规模明显增加。尤其是2020年随着中美利差创历史新高，外资增持人民币债券过万亿元。2021年，虽因中美利差收敛，外资增持人民币债券有所放缓，但仍达到近8000亿元的规模。2019至2020年，外资累计净增持人民币债券2.27万亿元，三年累计贡献了2021年底外资持有境内人民币债券托管量的62%。尽管外资在中国债券市场占比仍然较低，但由于存量规模较大，且利差优势消失，资产再平衡效应可能逐渐显现。

2017年7月至2022年4月，无论是否考虑汇率因素，以美元标价的已对冲全球债券指数（Barclays Global Aggregate Total Return Index USD Hedged）与中证全债指数之比和外资持有人民币债券规模长期负相关，直到2021年9月份以来转为正相关（见图表4）。这恰逢人民币债券完成纳入全球三大债券指数附近，可能意味着外资配置阶段暂告一段落。并且，包含汇率影响的相关系数持续小于不含汇率的相关系数，显示人民币汇率灵活有助于缓解了资产再平衡调整压力。

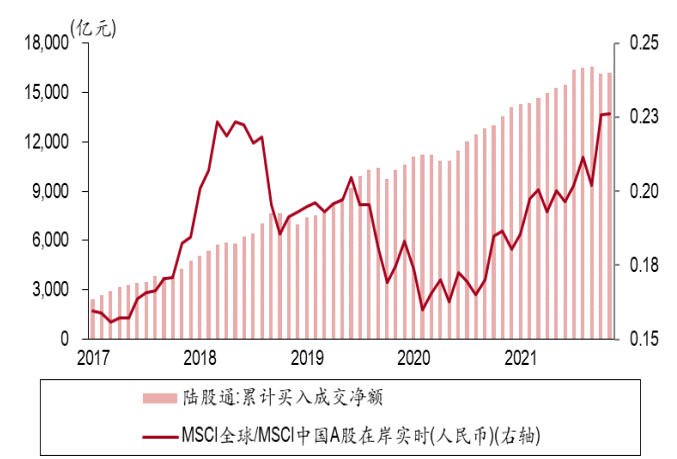
2022年前4个月，美债收益率再次飙升，全球债券指数累计下跌7.5%，中证全债指数上涨1.3%，二者之比明显下降（见图表4）。为避免债券投资组合中的人民币资产超配，外资或被迫采取减持人民币债券的操作。2至4月份，外资累计减持人民币债券3014亿元，其中减持人民币国债1293亿元。相反，尽管股票是典型的资产，但人民币股票资产不存在上述问题。2022年前4个月，明晟全球指数下跌了11%，明晟中国A股在岸指数下跌了21%（见图表5）。预计，随着美债收益率逐步见顶，由此引发的人民币债券资产减持也将接近尾声。

图表4. 全球债券指数和中证全债指数比重与外资累计持有人民币债券情况



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表5. MSCI全球、中国A股在岸实时指数与陆股通北上资金累计买入成交净额情况



资料来源：万得，中银证券

主要结论

2022年2月份以来，外资已经连续三个月大幅减持人民币债券，这在历史上较为罕见。我们认为，外资持续减持人民币债券的现象，不能完全由中美利差收窄和地缘政治冲突解释，也和国内投资环境无关。从存量角度看，全球和中国债市表现差异带来的资产再平衡影响可能被市场忽略。

前期美债收益率飙升，而中债收益率稳中趋降，为避免人民币债券超配，资产再平衡效应或导致外资采取了减持人民币债券资产的操作。未来外资是继续减持人民币债券还是转为增持，取决于美债收益率何时见顶，中美利差趋于稳定。这也是中美货币政策分化的副产品。

2021年9月份，易纲行长在《金融研究》发表的文章指出，近年来中美两国国债收益率的相关性有所上升³。跨境资金流动应该是美债利率向中债利率传导的重要渠道。近期外资持续减持人民币债券一定程度上限制了债券市场利率下行。4月末，2年期和10年期中债收益率分别较1月末上升22个基点和14个基点。

所有资金流出都是从流入开始的。前两年，中债收益率明显高于美债，吸引大量外资增持人民币债券，推动了人民币升值。今年3月中旬以来，随着内外因素反转，人民币汇率出现快速调整。从资产再平衡角度来看，人民币贬值不仅没有加速外资流出，反而起到了减记人民币债券资产的美元价值的效果，在一定程度上缓解了外资的抛压。这再次说明了，金融开放背景下保持汇率灵活的重要性。

³ 易纲，中国的利率体系与利率市场化改革，金融研究，2021年第9期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371