

12月美国国际资本流动报告点评

美债持有余额名减实增，全年遭遇美元大循环下的“美元荒”

2022年外资回流美国创纪录，不要将美债持有余额下降等同于抛售美债，美元大循环依然存在，美联储是影响外资资产配置组合的关键。

- **2022年美元大循环依然稳定，全球遭遇“美元荒”。**2022年，海外投资者（包括私人和官方）累计净买入美国证券资产16070亿美元，同比增长45.2%，连续两年净买入破万亿美元。同期，美国贸易赤字也创纪录，2022年达到9481亿美元，美国经常项目输出美元和资本项目吸收美元的规律依然稳定。美联储激进加息让外资终于摆脱了低利率环境。外资并不存在规避风险的“现金为王”，反而是创纪录净买入美国生息资产，包括属于风险资产的企业债券。
- **2022年外资持有美债名减实增，外资普遍“锁长卖短”。**美债跌幅和中长期美债净买入规模均创纪录。2022年，外资持有美债余额下降4260亿美元，创历史最大降幅，但外资累计净买入美债7166亿美元，负估值效应为11426亿美元，负值为有数据统计以来的最高。其中，外资净买入了创纪录的中长期美债7540亿美元和净卖出374亿美元短期美债。分主要国别和地区看，英国和欧元区是买入美债的主力，印度没少买，日本和韩国“被迫”减持，中国减持有有所放缓。
- **2022年并未出现“美元灾”，风险资产一波三折。**虽然外资一季度卖出创纪录的美国股票，且连续三个季度净卖出，但是与2020年一季度的流动性危机仍有区别，生息资产依然受到追捧，现金资产净增也较为有限。2020年美债收益率与外资净买入的强正相关延续，一三两季度出现美债净买入的双峰顶，与美债收益率飙升节奏吻合。美债收益率上升、价格下跌伤害了存量资产，但同时吸引力也在上升，给了流量资金“抄底”机会。
- **风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。**

相关研究报告

《11月美国国际资本流动报告点评：美元回调不改资本回流之势，外资对美元资产风险偏好有所回升》20230203

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

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

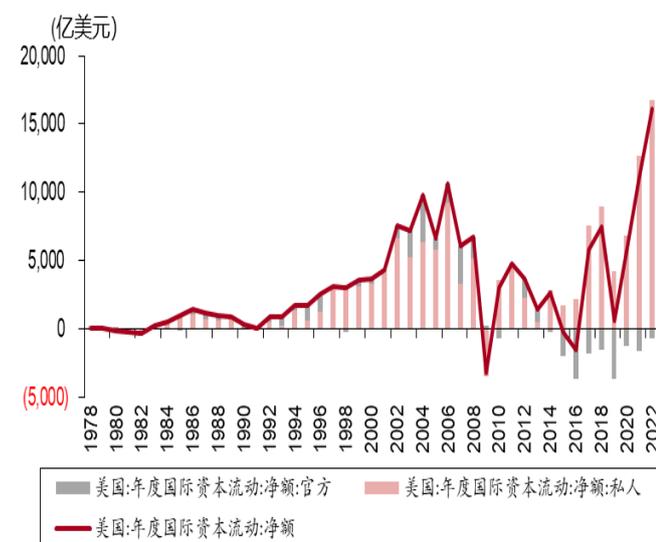
联系人：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

过去一年，市场上流传着两个重要的说法：一个是美国高通胀，美债收益率上行，美国“股债双杀”，美国证券资产特别是美国国债遭受全球抛售；另一个是美联储激进加息，美元指数飙升，全球“股汇债三杀”，外资逃向美国，既不买股也不买债，追求“现金为王”。2023年2月15日，美国财政部发布了2022年12月份的国际资本流动（TIC）报告，这让我们有机会了解全年美国证券投资资本流动的全貌，并验证前述市场传闻。

一、2022年美元大循环依然稳定，全球遭遇“美元荒”

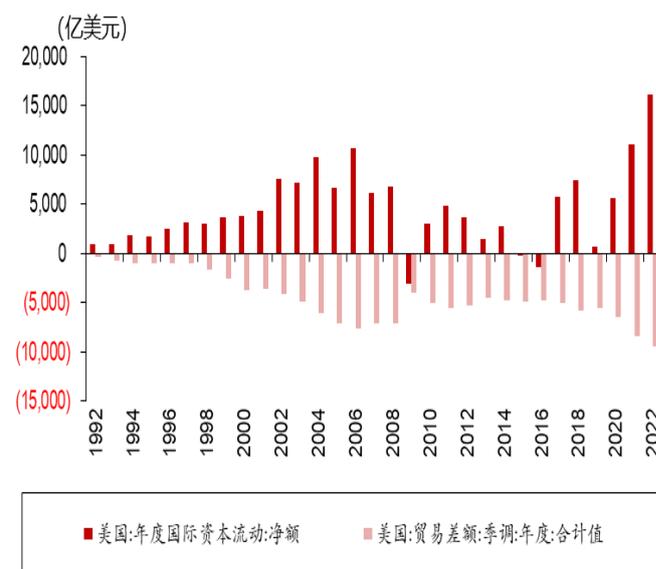
TIC 流量数据显示，2022年，海外投资者（包括私人 and 官方）累计净买入美国证券资产 16070 亿美元，同比增长 45.2%，连续两年净买入破万亿美元。其中，私人投资者累计净增持美国证券资产 16770 亿美元，同比增长 32.4%，净买入规模创下有数据以来的新高；官方投资者累计净减持证券资产 701 亿美元，减持规模同比下降 56%（见图表 1）。资本回流美国创纪录的同时，美国贸易赤字也创纪录，2022 年达到 9481 亿美元，美国经常项目输出美元和资本项目吸收美元的规律依然稳定（见图表 2）。值得注意的是，**2022 年美联储激进紧缩并未明显抑制住美国消费需求，反而是美国市场“股债双杀”，加大资本回流美国的保值压力，“美元荒”变本加厉。**2022 年美国财政预算赤字为 14150 亿美元，不考虑再投资的话，海外投资者基本上完全覆盖了美国预算赤字，是 2008 年来的首次。这或许是美联储缩表的底气。

图表 1. 按交易主体划分的美国年度国际资本流动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

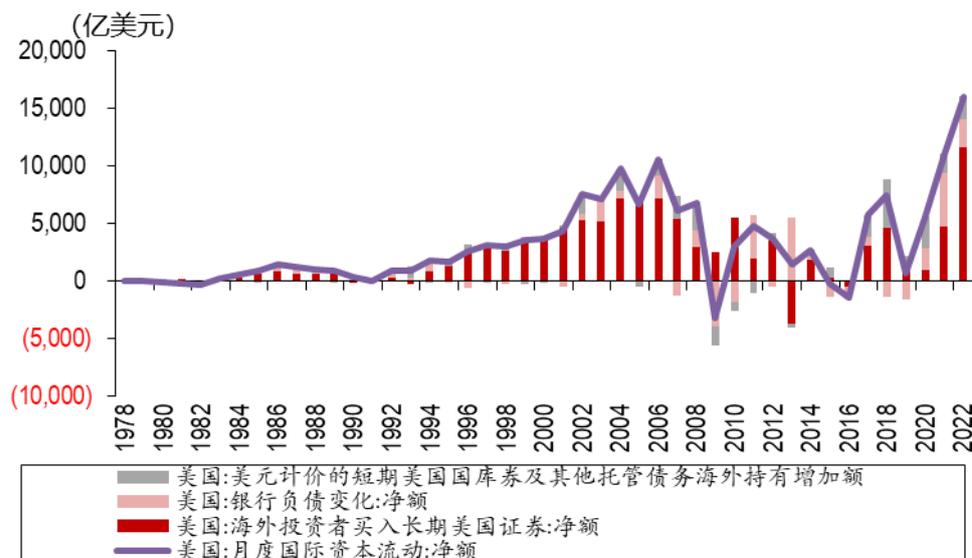
图表 2. 美国贸易赤字和国际资本流动净额



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

2022 年，外资累计净增持美国长期证券资产 11684 亿美元，同比扩大 1.5 倍，贡献了同期美国国际资本净增额的 73%；银行对外负债净增加 2441 亿美元，同比减少 48%，贡献了 15%；短期美国国库券及其他托管债务净增加 1944 亿美元，同比增加 15%，贡献了 12%（见图表 3）。上次出现外资翻倍增持美国长期债券的时候还是 2010 年，净增持 5583 亿美元，同比扩大 1.3 倍。由此可见，在高通胀、金融动荡和美联储紧缩背景下，外资对三大类美元资产均有所增持，其中主要是增持了美国中长期证券资产，美元现金资产排在其次。但是，从变动趋势上看，外国投资者不存在所谓规避风险的“现金为王”偏好。

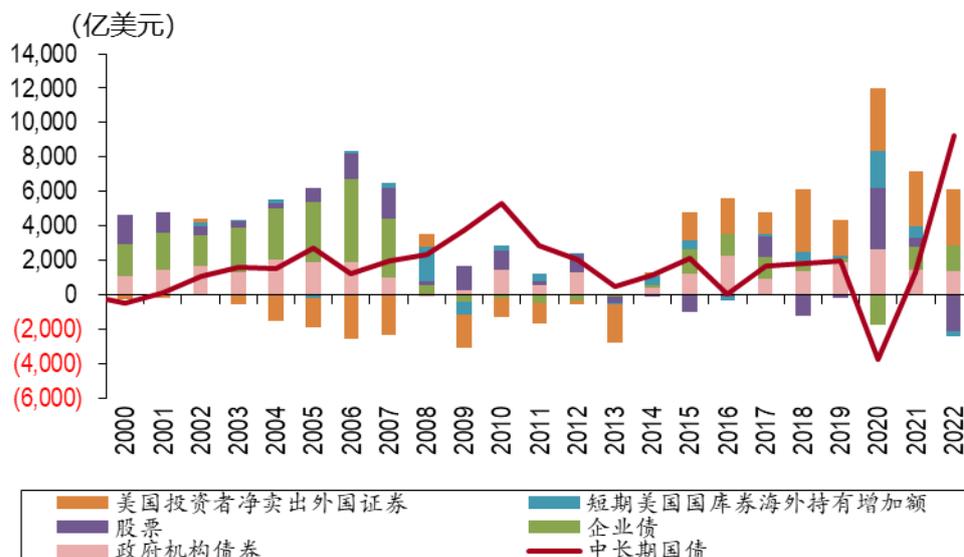
图表 3. 按交易工具划分的美国年度国际资本流动情况



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

美联储紧缩和“收益为王”主导 2022 年私人外资的资产配置。2022 年, 私人投资者累计净卖出了创纪录的 2106 亿美元美国股票, 上次净卖出超千亿美元的年份是 2018 年, 两次均是全球地缘政治动荡和美联储处于加息阶段。与 2018 年“低利率”时代不同的是, 美联储加息更为激进, 呈现追赶式加息, 累计加息 425BP 至 4.25%-4.50% 区间。久违的高利率环境让私人投资者对收益(生息资产)更为“饥渴”, 2022 年累计净买入中长期国债 9273 亿美元, 同比扩大 6.2 倍; 累计净买入机构债券 1415 亿美元, 与 2021 年基本持平; 累计净买入企业债券 1473 亿美元, 同比增加了 11% (见图表 4)。官方投资者却在 2022 年累计净卖出 1733 亿美元中长期国债、162 亿美元美国股票和 89 亿美元短期美国国债, 但累计净增持 1621 亿美元机构债券。之所以出现这种投资者结构, 或是因为对私人投资者而言, 在全球金融动荡加剧、市场风险偏好主体下降的情况下, 美债仍属于安全资产; 但对官方投资者而言, 一方面要抛售外汇储备, 稳定本币兑美元的汇率, 另一方面要加速储备资产多元化, 规避市场和主权风险。同期, 美国投资者净卖出 2816 亿美元外国债券和 449 亿美元外国股票, 合计 3265 亿美元, 同比增加了 4%, 显示美元加速回流美国。目前, 市场也担忧类似的情形会发生在日本。如果日本退出低利率政策, 日本庞大的海外资产回流可能也会造成全球金融系统性改变。

图表 4. 私人海外投资者年度在美国国际资本流动状况



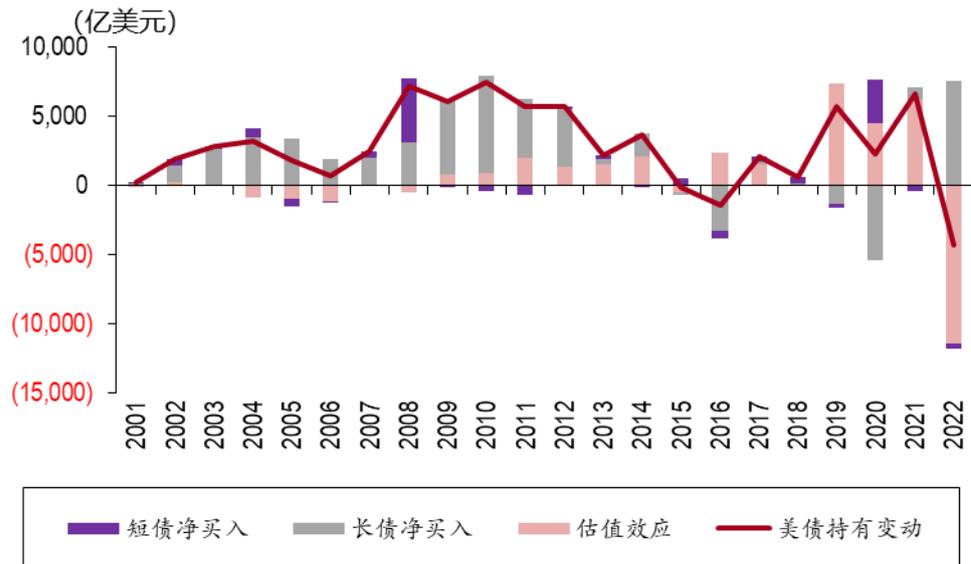
资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

二、2022 年外资持有美债名减实增，外资普遍“锁长卖短”

美债跌幅和中长期美债净买入规模均创纪录。截至 2022 年底，外资持有美债余额 73416 亿美元，较上年底下降 4260 亿美元，创历史最大降幅。其中，外资累计净买入美债 7166 亿美元，美债收益率上行、美债价格下跌导致的负估值效应为 11426 亿美元，净增持美债规模仅次于 2008 年金融危机时期的 7724 亿美元，负估值效应规模为有数据统计以来的最高（见图表 5）。据估算，2022 年美债价格下跌 15%，跌幅创有数据以来新高，与巴克莱美国公债价格（未汇率对冲）指数跌幅相当。这与美债收益率曲线大幅上升相符。2022 年，因错判美国通胀形势，美联储激进加息，推动 3 个月期、2 年期和 10 年期美债收益率分别上涨 436BP、368BP 和 236BP 至 4.42%、4.41% 和 3.88%。这大大提升了美债作为国际安全资产的吸引力。虽然 2022 年美债市场经历了历史级别的熊市，但只要持有到期，当年仍是美债买入的最好时机之一。

从期限品种看，外资净买入中长期美债，而净减持短期美国国库券。截止 2022 年底，外资持有中长期美债 63646 亿美元，占外资持有美债余额的 87.0%，同比下降 0.2 个百分点，持有额较上年底减少 3886 亿美元，其中，净买入中长期美债 7540 亿美元，同比增长 8.17 倍，负估值效应 11426 亿美元；外资持有短期美国国库券 9500 亿美元，较上年底减少 374 亿美元，同比下降 6%¹。2022 年 12 月份，3 个月与 10 年期，以及 2 年期与 10 年期美债收益率分别倒挂 74BP 和 64BP，处于历史低位。这反映了在美债长短端利率倒挂较深、美国经济衰退预期较强的情形下，外国投资者买卖美债采取了“锁长卖短”的策略。

图表 5. 外资持有美债余额变动和买卖美债净额及估值效应



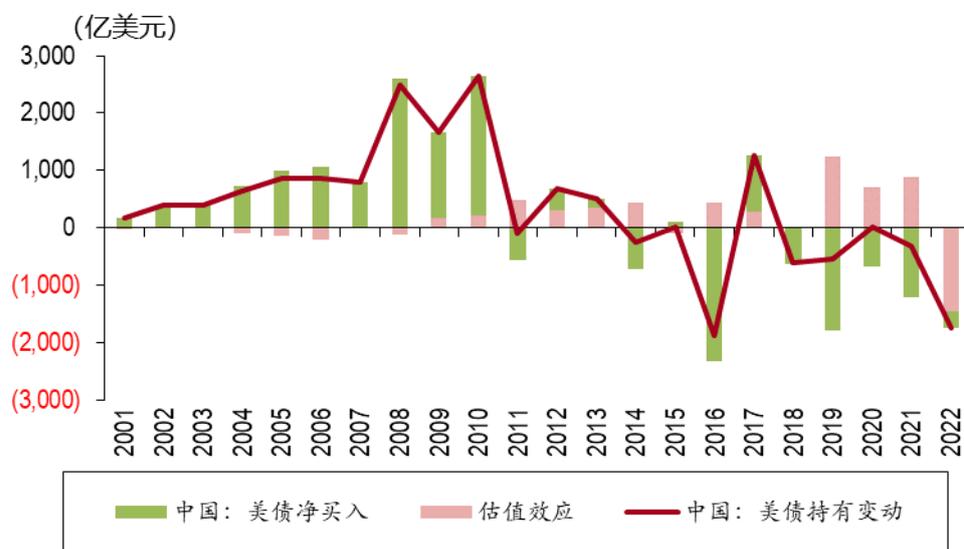
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

分主要国别和地区看，英国和欧元区是买入美债的主力，印度没少买，日本和韩国“被迫”减持，中国减持有所放缓。2022 年，作为美国第三债主的英国的美债持有量在美债价格大跌之际逆势增加 51 亿美元至 6545 亿美元，其中净买入中长期美债 989 亿美元，同时也净买入短期美债 52 亿美元，两者合计净买入 1041 亿美元美债，同比减少 36%，负估值 990 亿美元。同期，因为欧元区美债持有量较 2021 年小幅减少 62 亿美元至 13965 亿美元，远小于负估值 2124 亿美元，所以欧元区实际上净买入 2063 亿美元美债，同比扩大 1.6 倍，创下有数据以来新高。其中，欧元区净买入中长期美债 3086 亿美元，净卖出短期美债 1023 亿美元，中长期债券占比重新回到新冠疫情前的 85%。英国和欧元区合计买入美债 3104 亿美元美债，占比达到 43%。

¹ TIC 报告中的短期国库券净卖出规模与美债短债持有变化相等，可能是由于短债到期快、市场价格接近票面价格导致 TIC 报告中不计算估值效应。

除印度以外，亚洲主要国家因特殊原因无法做到“锁长卖短”。2022年印度美债持有量较2021年增加了252亿美元至2241亿美元，负估值321亿美元，净买入中长期美债562亿美元和短期美债11亿美元，合计净买入美债573亿美元。2022年日本和韩国都进行了外汇干预。由于日本和韩国持有中长期国债占比均在90%以上，消耗外储就不得不卖长债，造成“割肉”的现象。2022年日本的美债持有量下降2245亿美元至10763亿美元，负估值效应1807亿美元，净卖出65亿美元短期美债和376亿美元中长期美债，合计净卖出441亿美元。日本净卖出美债集中在9月份和10月份。2022年韩国的美债持有量下降278亿美元至1029亿美元，负估值效应177亿美元，净买入短期美债34亿美元，同时净卖出中长期美债134亿美元，中长期美债减持规模同比增加44%，两者合计净卖出101亿美元美债。中国基本上保持稳定。2022年中国美债持有较2021年下降1448亿美元至8671亿美元，净卖出中长期美债291亿美元，净买入短期美债6亿美元，合计净卖出285亿美元，减持规模环比下降77%，较日本同期减持规模少了35%，负估值1448亿美元（见图表6）。如果算上净买入美国机构债1218亿美元和企业债34亿美元，中资对美国生息资产净买入了967亿美元，而算上净买入机构债和企业债的日本则依然净卖出了108亿美元美国生息资产。

图表 6. 中国持有美债余额变动和买卖美债净额及估值效应



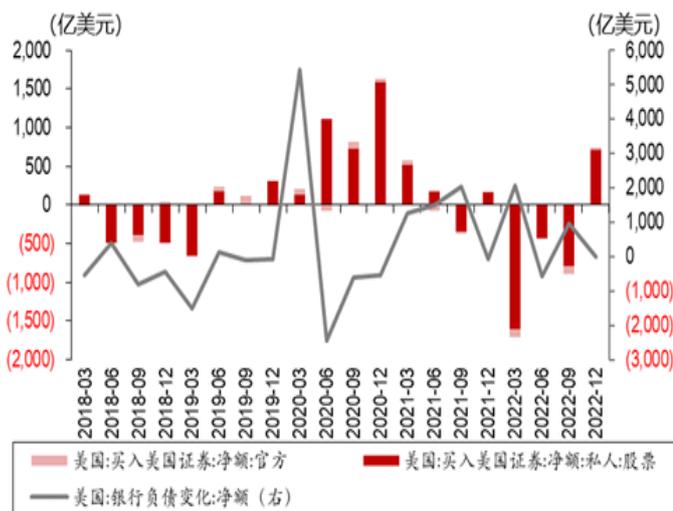
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

三、2022年并未出现“美元灾”，风险资产一波三折

2022全球金融市场的两件大事是俄乌冲突和美联储紧缩。随着时间推移，俄乌冲突对市场的影响可能逐渐下降，但是美联储可以持续深刻影响美债收益率这一全球资产价格的定价基准。而且，俄乌冲突对国际能源和粮食价格的非对称冲击可能会加剧美联储货币政策的紧缩压力，最终体现在美债收益率上。2022年TIC各季度数据的资产组合变化正是围绕这两个主题。

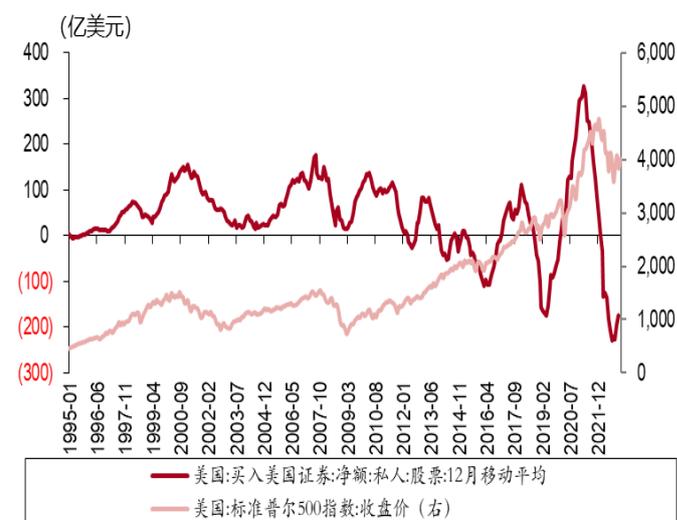
权益资产减持创纪录但未引发流动性危机。2022年一季度，全球风险偏好受俄乌冲突影响出现明显下降，私人外资净卖出1599亿美元美国股票，官方外资净卖出105亿美元美国股票，合计净卖出1704亿美元，创下单季最大净卖出规模记录（见图表7）。同时，银行负债变化净增2063亿美元，环比和同比均有显著改善，表明流动性偏好上升。但是，与2020年一季度全球“美元灾”不同，2022年一季度不仅是现金资产净买入规模较2020年同期少了62%，而且仍净买入了2229亿美元美国国债和614亿美元企业债券。2020年一季度则是净卖出2668亿美元美国国债和470亿美元企业债券，属于慌不择路的逃向流动性的“现金为王”。另外，不管美股涨跌如何，私人外资连续十个月净卖出美股，且在美联储三季度“敲打”和金融动荡之际，私人外资净卖出794亿美元美国股票，创下历史次低的单季净卖出规模。因而，即便2022年11月和12月全球风险偏好显著改善和私人外资存在补仓需求，四季度私人外资净买入714亿美元，外资在2022年依然净卖出了创纪录的2268亿美元美国股票（见图表8）。

图表 7. 外资股票净买入和美国银行负债变化



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

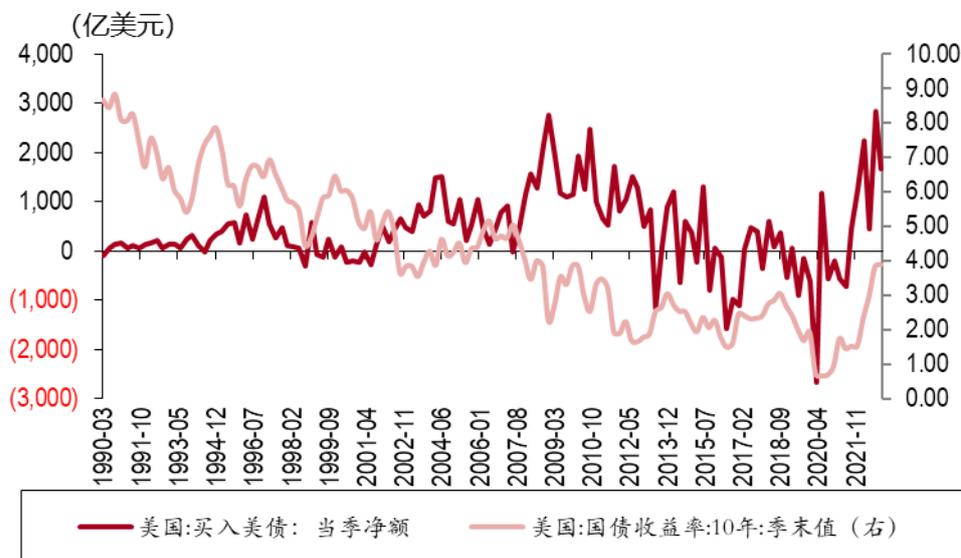
图表 8. 私人股票投资与标普 500 指数



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

美债净流入的双峰顶正是美债收益率上升的最快时期。首先，需要澄清的是，影响美债净流入的因素不仅包括美债收益率，还包括美元从哪里来。前者的关系并不稳定，后者才是关键。1990年代至2000年代，美债收益率持续下行，但由于美国制造业逐渐空心化和贸易赤字不断上升，美债净买入持续水涨船高，两者呈现强负相关性。2008年全球金融危机后，美国陷入低利率和低增长的“怪圈”，贸易赤字也有所改善，美债收益率与美债净买入呈现强正相关。值得注意的是，美国的经常账户与资本账户互为镜像，贸易逆差的美元输出需要相对应的美元回流。2022年美债净买入与美债收益率的正相关延续，对于收益的“饥渴”可能是美债净买入在一三季度出现双峰顶的重要原因。2022年一季度和三季度10年期美债收益率分别上涨80BP和85BP至2.32%和3.83%，均是收益率上涨最快、价格下跌最大的时期：一季度外资合计净买入2229亿美元美债，其中中长期国债净买入2441亿美元，净卖出短债211亿美元；三季度外资合计净买入2837亿美元美债，其中中长期国债净买入3503亿美元，净卖出短债665亿美元。这也再次呼应前文提及的外资“锁长卖短”。对于存量来说，一三季度是损失最大的时候，但是对于流量来说，一三季度可能是“抄底”美债的最佳时期，尤其是一三季度美债收益率见顶迹象已经初现，安全边际也较高。

图表 10. 美债净买入和 10 年期美债收益率



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

四、主要结论

总体来看，美联储前期“放水”过猛和美国贸易赤字激增导致全球美元泛滥。虽然 2022 年美国利率飙升、资产价格大幅缩水，但是外国投资者持有的大部分美元也无处安放，只能涌向美元资产，以稳健收益的生息资产为主。2022 年的资产配置风格比较像 2018 年，即外资明显减持股票，但增持大部分生息资产，尤其是在美债大幅下跌之际创纪录的净买入中长期美债。欧洲地区是此轮资本回流美国的主要贡献者，亚洲国家对美债的热度也较 2021 年有所回升。在无经济危机和美国难得高息的“诱惑”下，外资回流美国的规模超过美国财政赤字预算规模，为 2008 年以来的首次。风险资产一波三折，在经历了连续十个月净卖出后有所回暖，但外资全年依然卖出了创纪录的美国股票。

往后看，宏观数据与货币政策博弈可能会贯穿 2023 年上半年，不确定性仍较多。2022 年 11 月至今，随着通胀数据接连好于预期，美国金融条件指数显著转松。但市场分歧依然较大，在“软着陆+美联储难转向”和“硬着陆+美联储会转向”中摇摆不定。2 月 FOMC 会议后，美联储的态度“模棱两可”，但数据决定货币政策的大方向不变。如果金融条件转松趋势成型，国际资本可能再次流向非美元资产。中短期看，无论是数据依赖下对于美联储紧缩预期的修正，抑或是紧缩下半场给经济和金融市场带来的滞后冲击，不确定性依然有可能会推高流动性需求，避险情绪驱动也可能使美元重获支撑。**风险提示：**美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。

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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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