

1月美国国际资本流动报告 点评

“新年效应”支撑美元回流，外资更倾向于持币观望

1月份，美元指数继续走低，但外资大幅增持美国证券资产，流动性偏好上升和风险偏好下降主导私人投资者，既买又涨推动外资美债持有余额继续上升。

- 外资进一步增持美国证券资产，流动性偏好显著上升。1月份，外国投资者净增持美国证券资产1831亿美元，同比减少了28%，但环比扩大了5.9倍。过去十年，除了2019年以外，每年1月份都有“新年效应”，即外资净增持美元资产环比大幅增长，可能与各大机构新年投资重新布局有关。本月外资大幅增持现金资产，贡献了外资净流入的90%，单月增持规模创下2021年8月以来新高，且创下历年1月最高。
- 外资对美债热情下降，风险资产内外有别。1月份，由于美债收益率下行、吸引力下降，外资净买入美债412亿美元，同比和环比分别减少了51%和36%；但美债价格上涨带来正估值效应427亿美元，贡献了持有余额上升的51%。私人外资延续“锁长卖短”的美债投资风格，官方外资继续与私人外资互换“筹码”。此外，虽然当月美股明显收涨，但是私人 and 官方外资均选择大幅减持美股，合计276亿美元，同时对企业债券的热情也有明显降温。与之相对的是，美国投资者净增持80亿美元海外股票，净减持81亿美元海外债券，合计净减持1亿美元海外证券资产，创下2020年9月以来最小减持规模。
- 英国、日本和加拿大是增持美债主力，欧元区和中资减持美债。虽然日本银行创纪录买入日本国债，但是日元贬值压力缓解，日本投资者转为“补仓式”增持美债。英国买入美债规模与上月基本持平，但加拿大大举增持美债，增持规模仅次于2021年6月。欧元区投资者净卖出美债457亿美元，结束了连续五个月净买入，且减持规模明显超过往年1月调仓减持规模，单月减持规模创2020年4月以来新高。中资投资者持有美债余额8594亿美元，环比减少77亿美元，连续六个月下降。其中，净卖出中长期美债122亿美元和短期国库券5亿美元，合计净卖出美债127亿美元。英国、日本和加拿大合计净买入美债695亿美元，贡献了外资净买入美债的169%，超过了欧元区和中资合计净卖出584亿美元，而且均是以买入中长期美债为主。
- 1月美元大幅下挫并未阻止外资回流美国。但外资持币观望情绪浓厚，对美股估值持续扩张和美联储政策转向仍有疑虑，能否躲过近期金融动荡不得而知。随着紧缩尾部风险逐渐暴露，美联储货币政策又添新变数，短期市场动荡恐难以避免。
- 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

《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”》20230220

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

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

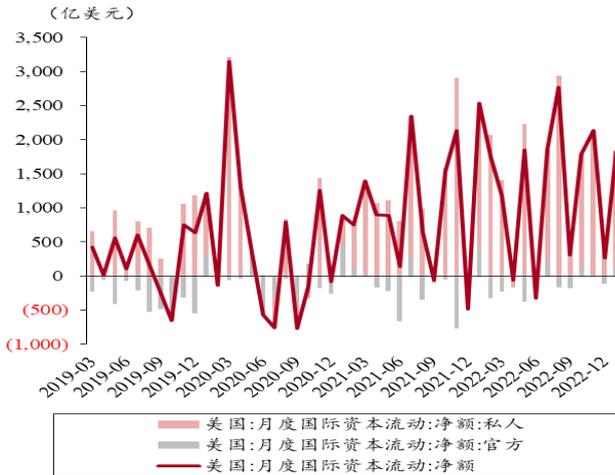
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

一、外资回流不买“胀”，对美联储宽松预期抢跑较为谨慎

2023年3月15日，美国财政部发布了2023年1月份的国际资本流动（TIC）报告。报告显示，1月份，外国投资者净增持美国证券资产1831亿美元，同比减少了28%，但环比扩大了5.9倍。过去十年，除了2019年以外，每年1月份外资净增持美元资产均是环比大幅增长，可能与各大机构新年投资重新布局有关。今年1月环比增长金额1564亿美元，与过去三年均值（1523亿美元）基本持平。按交易主体划分，私人海外投资者（包括商业机构以及国际和地区组织）净增持1712亿美元，同比下降了19%，但环比扩大了3.5倍，是外资环比多增的主要贡献者；官方海外投资者净增持119亿美元美国证券资产，而上月净减持113亿美元，但同比减少了73%，可能受私人投资者的挤出影响（见图表1）。1月份，在外资加速回流美国之际，美元指数环比下跌1.3%，10年期和2年期美债收益率分别下跌36bp和20bp，标普500上涨6.2%，纳指上涨10.7%，科技行业进入“技术牛市”，说明外资“新年效应”增持美元资产可能抵消了美联储宽松、流动性外溢的市场预期抢跑。

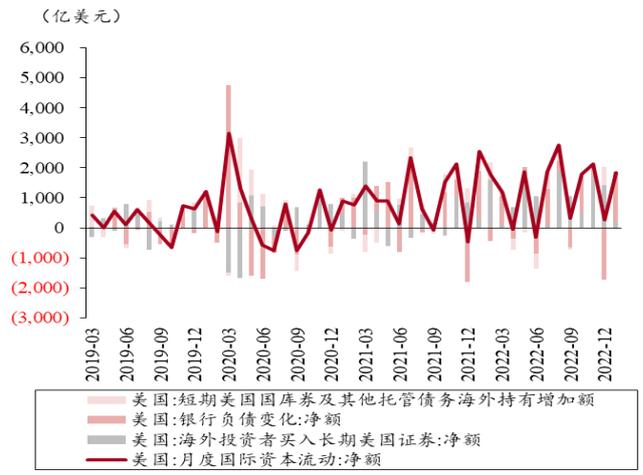
按交易工具划分，外资的流动性偏好明显上升。当月外资净增持美国长期证券资产223亿美元，同比和环比分别减少了33%和84%，贡献同期美国国际资本净流入额的12%；银行对外负债（一般认为是现金资产）大幅净增持1652亿美元，同比增加7%，环比增加3396亿美元，贡献同期美国国际资本净流入额的90%，净增规模创下2021年8月以来新高，且创下历年1月最高；外资对短期美国国库券及其他托管债务净减持了45亿美元，而去年同期和上月分别为净增持662亿美元和587亿美元（见图表2）。由此可见，在宏观经济不确定性较大、通胀依然处于高位和美联储紧缩背景下，1月份外资似乎不愿意过度冒险，不仅对风险资产获利了结，而且持币观望情绪浓厚。

图表 1. 按交易主体划分的美国月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. 按交易工具划分的美国月度国际资本流动情况

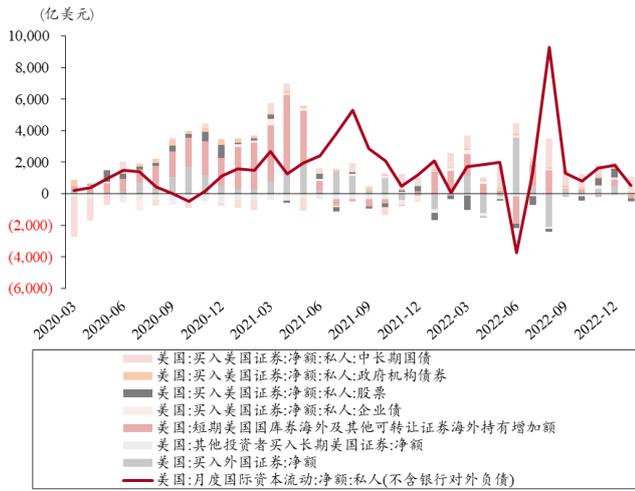


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

二、外资风险偏好下降，投资美债延续 2022 年的风格

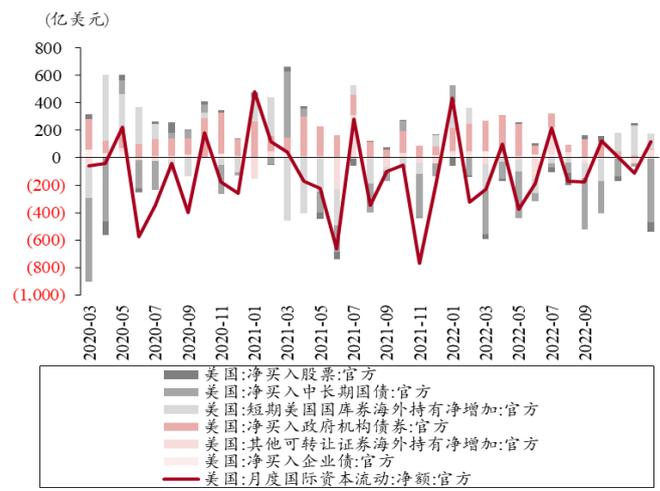
风险资产内外有别。1月份，剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者在美增持证券资产545亿美元，连续15个月净增持，增持规模同比和环比分别减少了74%和70%。其中，私人外资净减持201亿美元美股，环比大幅下降736亿美元，同时净增持49亿美元企业债券，同比和环比分别减少了48%和78%（见图表3）。官方外资净减持75亿美元美股，减持规模创2020年5月以来新高，上月为净增持15亿美元，且减持规模同比增加了25%，同时净减持7亿美元企业债券，而上月和去年同期分别净增持6亿美元和18亿美元（见图表4）。整体来看，虽然1月份美股录得不错涨幅，但是外资风险偏好却有所下降，选择“落袋为安”。同期，美国投资者净增持80亿美元海外股票，净减持81亿美元海外债券，合计净减持1亿美元海外证券资产，创下2020年9月以来最小减持规模。1月份美国“外资谨慎、内资激进”与2019年一季度较为相似，彼时私人外资连续三个月净减持美股，合计658亿美元，而美国投资者则净买入50亿美元海外股票，资本回流美国连续三个月放缓。背后的原因可能与当时美联储货币政策转向预期有关。外资买美股高度关注估值扩张能力，2005年至今外资买入美股趋势（12个月移动均值）与滞后一期的标普500席勒市盈率同比之间的相关性达到0.46（见图表5）。由于目前美国面临四十年来罕见的高通胀，外资可能对美联储转向预期更为谨慎。

图表 3. 私人海外投资者月度在美国国际资本流动状况



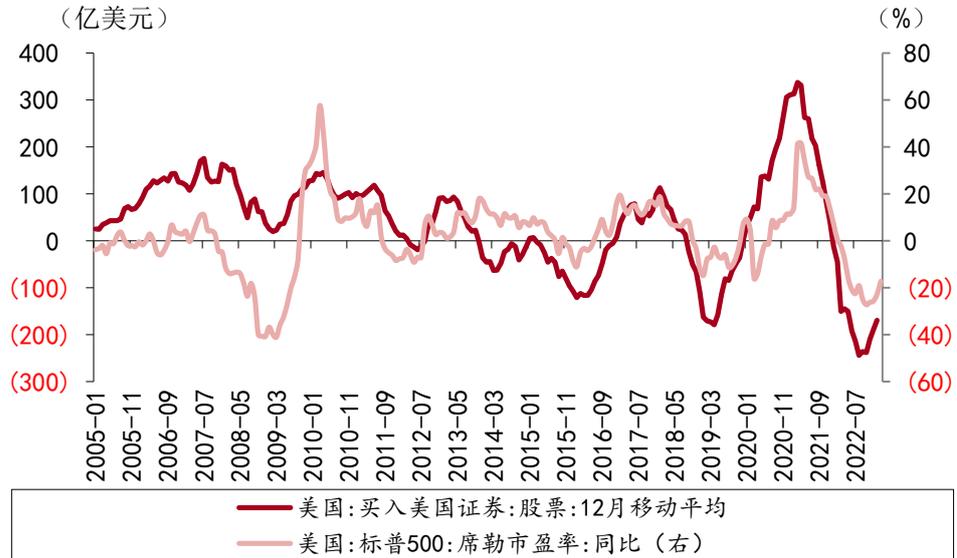
资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

图表 4. 官方海外投资者月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

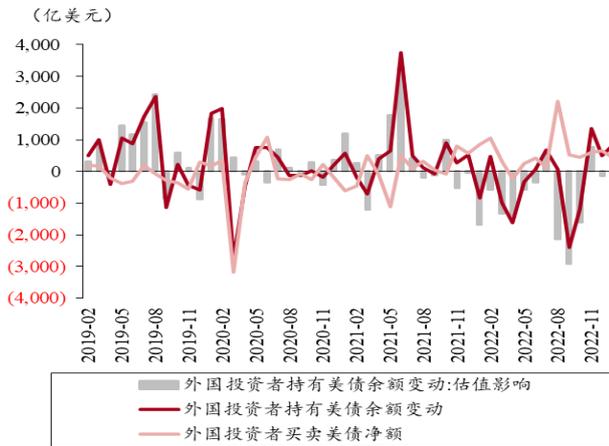
图表 5. 外资净买入美股与标普 500 席勒市盈率同比



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

外资增持美债有所放缓。截至 1 月末, 外资持有美债余额为 74025 亿美元, 较上月增加 839 亿美元, 连续三个月环比上升(见图表 6)。由于美债收益率下行、吸引力下降, 外资净买入美债 412 亿美元, 同比和环比分别减少了 51% 和 36%; 正估值效应 427 亿美元, 贡献了持有余额上升的 51%。从交易品种来看, 当月外资净买入中长期美债 509 亿美元, 环比增加了 155%, 正贡献了外资净买入美债的 124%; 净减持短期国库券 97 亿美元, 而上月为净增持 441 亿美元, 负贡献了外资净买入美债的 24% (见图表 7)。整体来看, 1 月份外资买美债延续 2022 年“锁长卖短”风格和净买入规模与美债收益率成正相关的规律。值得注意的是, 虽然美联储依然在量化紧缩 (QT), 但是 3 月份美联储借硅谷银行破产推出以面值计价的银行定期融资计划 (BTFP), 同时鼓励银行使用贴现窗口补充流动性, 由此“吸走”了市场上的安全资产, 进一步提高了外资配置压力, 短期内可能出现“美联储兜底”的挤出效应(见图表 8)。3 月 8 日至 15 日, 美联储单周扩表 2976 亿美元, 银行从美联储的贴现窗口借出 1529 亿美元, 创历史新高, “未雨绸缪”银行系统的流动性继续泛滥。

图表 6. 外资持有美债余额和买卖美债净额及估值效应



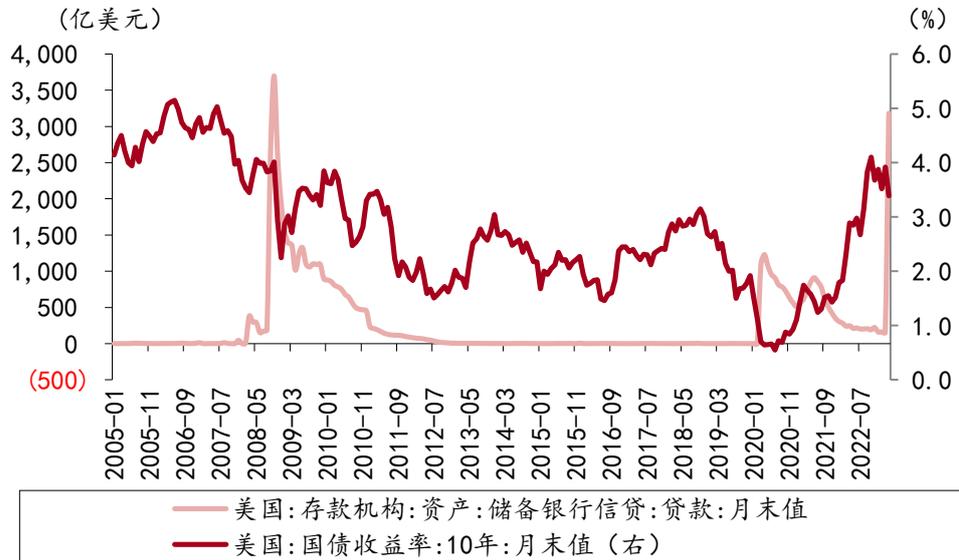
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 7. 外资持有美债月度余额变动及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 8. 美联储贷款规模与 10 年期美债收益率



资料来源：美联储，万得，中银证券

私人“锁长卖短”增持美债，官方截然相反。1月份，私人外资净买入美国中长期国债 971 亿美元，同比和环比分别增加 56%和 333%，同时净卖出短期美国国库券 206 亿美元，合计净买入美债 765 亿美元；官方外资转向减持，净卖出中长期美债 461 亿美元，减持规模创 2020 年 5 月以来新高，同时净增持 109 亿美元短期国库券，增持规模同比和环比分别减少了 43%和 49%，合计净卖出美债 352 亿美元（见图表 7）。正如前文所述，私人外资继续增持美债与风险偏好下降相符，官方则继续与私人互换“筹码”。此外，由于机构债券收益率与美债收益率挂钩，私人 and 官方投资者均明显放缓对机构债券的增持。其中，私人外资净买入机构债券 49 亿美元，同比和环比分别下降 17%和 61%；官方外资仅净买入 10 亿美元机构债券，创下 2017 年 10 月以来新低。

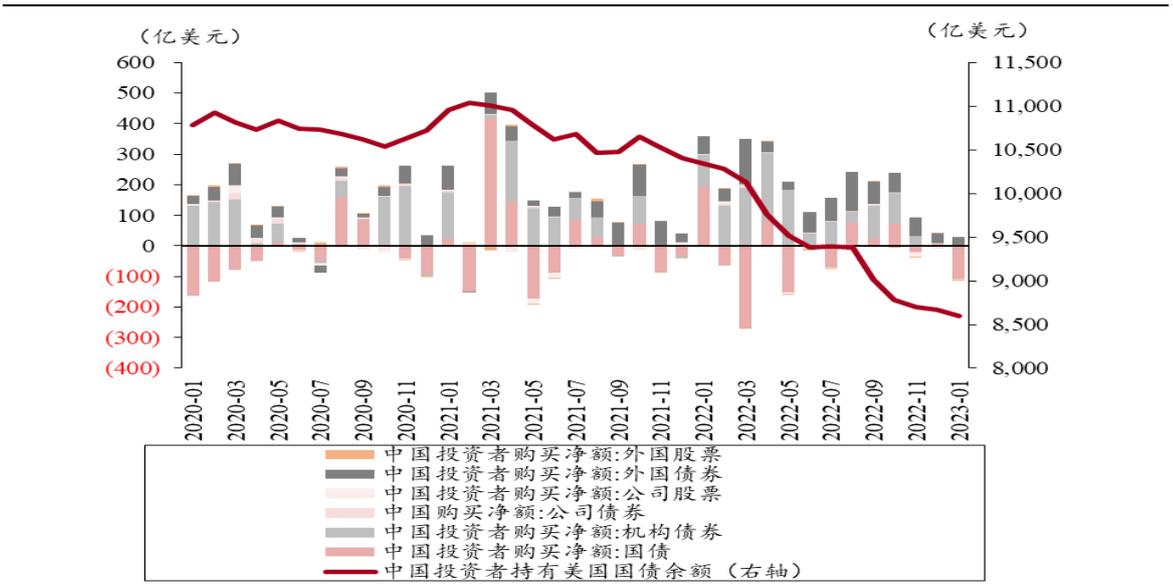
三、英国、日本和加拿大是增持美债主力，欧元区和中资减持美债

截止1月末，美债的第一大持有国日本（包括官方和私人）持有美债余额 11044 亿美元，较上月增加 281 亿美元，涨幅创 2021 年 8 月以来新高（见图表 10），其中，净增持中长期国债 290 亿美元，结束了连续四个月净卖出中长期美债；净减持了 72 亿美元短期国库券，总体净买入美债 218 亿美元，贡献了持有美债余额升幅的 77%；正估值效应 63 亿美元，贡献了余额升幅的 23%。从其他券种来看，当月日本投资者在净买入美债的同时，也净增持了 14 亿美元政府机构债券，但风险偏好有所下降，净卖出美国企业债券 18 亿美元，虽然净增持了 38 亿美元美国股票，但是增持规模环比减少了 11%。2022 年 12 月 20 日，日本银行“意外”宣布提高 10 年期国债收益率控制上限至 0.5% 左右，导致日债抛售压力剧增。2023 年 1 月份，日本银行为了捍卫 YCC 政策购买了创纪录的 19.4 万亿日元日本国债，同时加剧了全球金融条件转松。但是，由于 1 月份日元兑美元升值 0.8%，对外部门压力明显缓解，日本投资者重新增持美元资产。

截至 1 月末，英国投资者持有美债余额 6683 亿美元，环比增加 138 亿美元。其中，净买入中长期美债 53 亿美元和短期国库券 47 亿美元，合计净买入美债 100 亿美元，增持规模与上月基本持平，同比增加了 347 亿美元，贡献了余额上升的 72%；正估值效应 38 亿美元，贡献了余额上升的 28%。同期，加拿大投资者持有美债余额较上月增加了 390 亿美元至 2541 亿美元，其中净买入中长期美债 346 亿美元和短期国库券 31 亿美元，合计净买入 377 亿美元，增持规模仅次于 2021 年 6 月，贡献了余额上升的 97%；正估值效应 14 亿美元，贡献了余额上升的 3%。**值得注意的是，1 月份，英国、日本和加拿大合计净买入美债 695 亿美元，贡献了外资净买入美债的 169%，超过了欧元区和中资合计净卖出 584 亿美元，而且均是以买入中长期美债为主。**当月英国投资者净卖出 26 亿美元股票，加拿大投资者也净卖出 207 亿美元股票，合计净卖出 234 亿美元美股，而上月为净买入 188 亿美元美股，两国主导了外资净卖出美股。

截至 1 月末，欧元区投资者持有美债余额 13587 亿美元，环比减少 377 亿美元。其中，净卖出中长期美债 427 亿美元和短期国库券 30 亿美元，合计净卖出美债 457 亿美元，结束了连续五个月净买入，且减持规模明显超过往年 1 月调仓减持规模，单月减持规模创 2020 年 4 月以来新高，贡献了余额下降的 121%；正估值效应 80 亿美元，负贡献了余额下降的 21%。中资投资者持有美债余额 8594 亿美元，环比减少 77 亿美元，连续六个月下降。其中，净卖出中长期美债 122 亿美元和短期国库券 5 亿美元，合计净卖出美债 127 亿美元，而上月和去年同期分别为净卖出 14 亿美元和净买入 162 亿美元；正估值效应 50 亿美元，负贡献了余额下降的 65%。从其他券种来看，当月中资净买入 1 亿美元机构债券和 0.5 亿美元美股，同时净卖出 1 亿美元企业债券，整体变化不大（见图表 9）。

图表 9. 中国投资者持有美债余额及其他证券品种变动



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

四、主要结论

总体来看，1月份外资呈现典型的“新年效应”，进一步增持美国证券资产，主要以现金资产为主，持币观望情绪浓厚，具体表现为流动性偏好上升、风险偏好下降。当月，在中长期美债收益率和美元双双下跌之际，私人 and 官方投资者依然净增持美债，但增持规模有所下降，估值上涨进一步推动持有美债余额上升。其中，英国、日本和加拿大是本月外资买入美债的主力，中资和欧元区则有所减持。此外，虽然当月美股录得不俗涨幅，但私人投资者转而大规模减持美国股票，同时对企业债的增持也有所放缓，而美国投资者对海外风险资产的热度却有所上升。此情景与2019年一季度颇为相似，但目前面临的通胀问题远超2019年。

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。除了基本面走弱和通胀高位以外，新增的金融稳定问题提升了美联储货币政策的不确定性。目前看，市场对美联储宽松的预期明显升温。在近期欧美银行业“暴雷”事件刺激下，市场预计最快三季度就可能降息。但是，包括前财长萨默斯和前印度央行行长拉扬在内的经济学家认为，美联储不应为了局部金融问题向通胀妥协。随着紧缩尾部风险不断暴露，美联储也陷入两难之境，不再像2022年三季度那样坚定抑制美国金融条件指数显著转松。如果金融条件转松趋势成型，中长期美债收益率突破下行，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，可能出现“短上长下”的格林斯潘之谜，避险情绪驱动也可能使美元重获支撑，国际资本回流美国趋势放缓乃至逆转需要一个“契机”。

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。

本报告期内含保密信息，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，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