

2月美国国际资本流动报告 点评

官方外资明显发力支撑资本回流，私人外资更趋谨慎

2月份，美元和美债收益率纷纷上涨，私人外资对美联储宽松预期有所收敛，“罕见”减持美国证券资产，但官方外资趁着美债“黄金坑”大手笔买入，美债持有再次“名减实增”。

- 官方投资者以罕见力度支撑外资增持美国证券资产。2月份，外国投资者净增持美国证券资产 280 亿美元，同比和环比分别减少了 84% 和 85%。与以往不同，官方和私人外资“反向”互换筹码。其中，私人外资净减持 374 亿美元，创下 2020 年 10 月以来最大单月净减持。但是，官方外资净增持 655 亿美元美国证券资产，创下 2008 年 2 月以来单月最大净增持，完全对冲了私人外资的转向。
- 外资对美债热情上升，风险资产偏谨慎。2月份，由于美债收益率下行、吸引力下降，外资净买入美债 811 亿美元，环比增加了 97%；但美债价格上涨带来负估值效应 1401 亿美元，贡献了持有余额下降的 238%。私人外资偏向增持短期美债，净增持了 182 亿美元短期美国国库券，同比增加了 11%；官方外资偏向中长期债券，净增持了 480 亿美元中长期美债，创下 2013 年 2 月以来新高。此外，官方和私人外资在美股风格上也迥异。私人外资净减持 165 亿美元美股，连续两个月净减持；而官方外资净增持 32 亿美元美股。
- 主要国家和地区均增持美债，日本、英国和加拿大可能错过美债“黄金坑”。4月份起，美国财政部修订了美债数据口径，将以美国视角为主，逐月公布各国从美国手上购买或出售美债的数据。据测算，新的规则将无视美债在各国之间的流通，可能造成新的误差。2月份，参考 2 至 3 月美债收益率上蹿下跳的“黄金坑”，除了日本可能是唯一明确的“漏网之鱼”，其他主要经济体均大手笔增持了美债。从美国视角看，英国、欧元区和亚洲地区合计从美国手上买走了 532 亿美元美债，占外资买债的 65%。
- 私人外资保持谨慎，官方外资抄底美债，背后依然是对美联储货币政策的博弈。值得注意的是，美强欧日弱的格局没有改变。如果美国经济韧性超预期，甚至走出下一轮经济周期，美国的贸易逆差走扩也会“逼迫”外资投资美元证券资产。
- 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

《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》
20230320

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

一、官方外资明显发力，私人外资“保守”应对美联储宽松预期

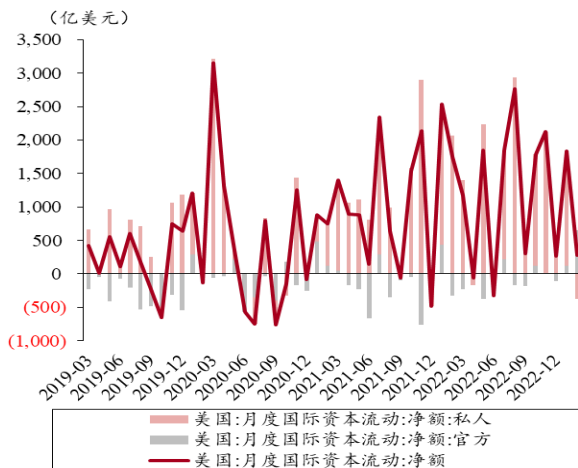
2023年4月17日，美国财政部发布了2023年2月份的国际资本流动（TIC）报告。报告显示，2月份，外国投资者净增持美国证券资产280亿美元，同比和环比分别减少了84%和85%。按交易主体划分，私人海外投资者（包括商业机构以及国际和地区组织）净减持374亿美元，创下2020年10月以来最大单月净减持，而去年同期和上月分别净增持了2073亿美元和1714亿美元；官方海外投资者净增持655亿美元美国证券资产，创下2008年2月以来单月最大净增持，环比扩大了4.5倍，而去年同期净减持332亿美元，贡献了234%的外资净流入（见图表1）。

三要素交叉验证和分析外资流动变化。一是美元全球循环。2月份，季调后的美国贸易逆差录得705亿美元，连续三个月扩大，与2023年年初美国经济韧性超预期相符，意味着外资手上的美元依然不少（见图表3）。二是资本市场表现。在外资回流美国放缓之际，美元指数环比上涨2.8%，10年期和2年期美债收益率分别上涨40bp和60bp，标普500下跌2.6%，纳指和道指分别下跌了4.2%和1.1%，反映了美联储宽松预期回调后的风险偏好回落，利好外资买债。三是预期变化。本月海外资本市场的主题是“经济可能不差、但美联储可能更紧”。2月初公布的1月份非农新增就业大超市场预期；随后公布的美国核心CPI下降斜率显著放缓，仅较上月下降0.1个百分点，同样低于市场预期；而下旬公布的ISM制造业PMI指数较上月反弹0.3个百分点。根据本月2年期美债收益率上升幅度，市场基本上收回了两次年内降息的预期。

按交易工具划分，官方外资主导了本月结构变化。当月外资净增持美国长期证券资产722亿美元，同比减少了55%，但环比增加了224%，为三大类资产中唯一获得净增持的资产。其中，官方外资净增持了542亿美元证券资产。银行对外负债（一般认为是现金资产）净减持了116亿美元，减持规模同比下降了73%，但明显弱于上月的净增持1654亿美元；外资对短期美国国库券及其他托管债务净减持了325亿美元，减持规模较上月（-45亿美元）有所扩大，而去年同期为净增持592亿美元（见图表2）。

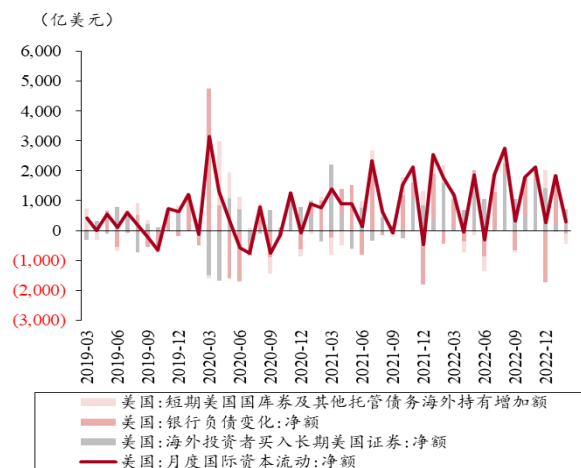
前2个月，外资合计净增持美国长期证券资产722亿美元，同比下降51%；合计净增持银行对外负债（现金资产）1538亿美元，同比上升39%；合计净减持短期美国国库券及其他托管债务370亿美元，而去年同期为净增持1254亿美元。由此可见，在宏观经济不确定性较大和通胀依然处于高位的背景下，外资持币观望情绪浓厚，谨慎应对美联储货币政策的预期差。

图表 1. 按交易主体划分的美国月度国际资本流动情况



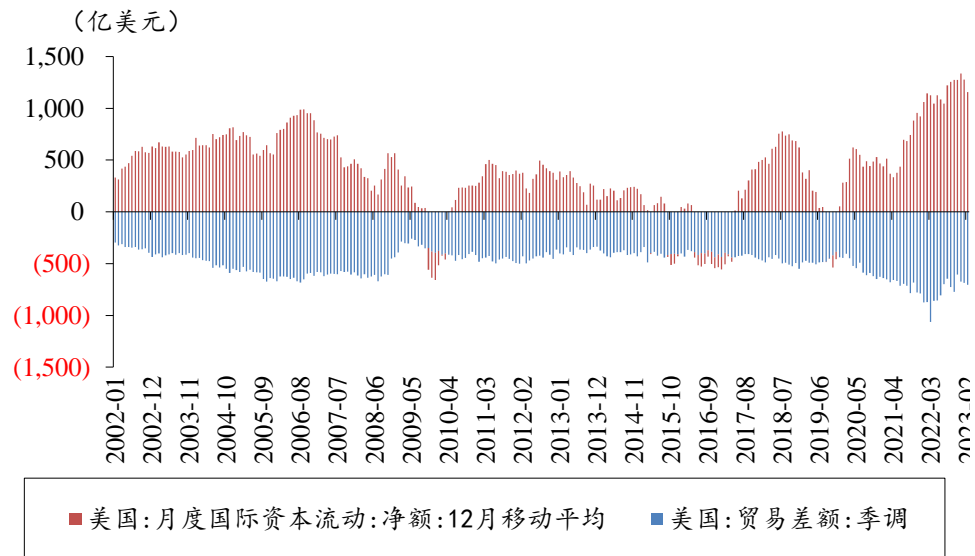
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

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

图表 3. 美国月度国际资本流动净额与贸易差额

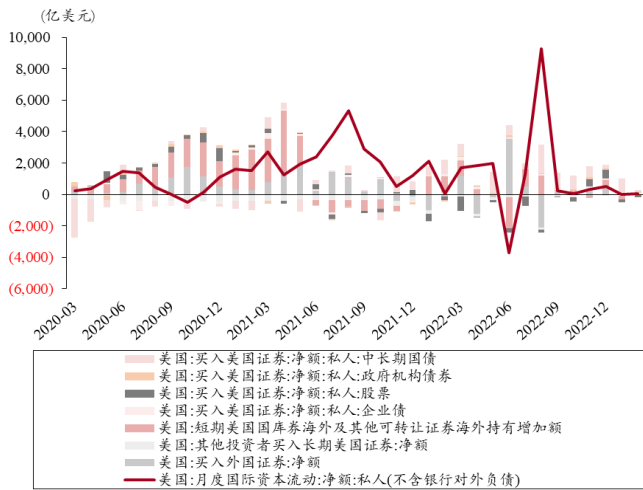


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

二、官方和私人外资风格迥异, 美债持有名减实增

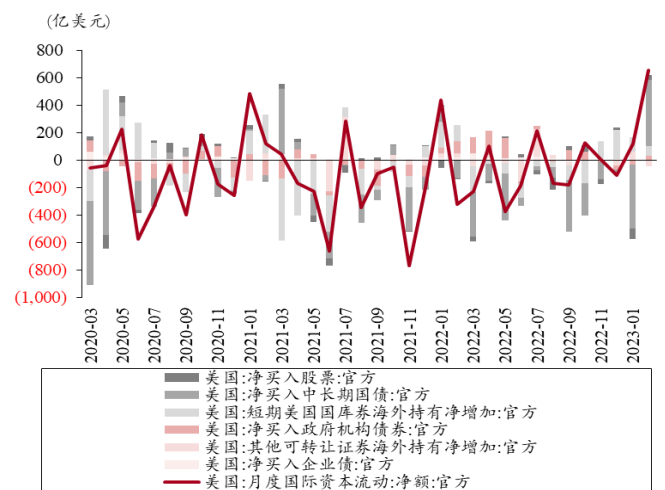
私人外资更趋谨慎, 官方外资全面加仓。2月份, 剔除银行对外负债变动后, 私人海外投资者在美减持证券资产 258 亿美元, 结束了连续 16 个月净增持。其中, 私人外资净减持 165 亿美元美股, 减持规模环比下降 18%, 净减持其他可转让证券 536 亿美元, 减持规模创下 2008 年 10 月“雷曼破产”以来新高, 是本月外资净卖出美元资产的最大贡献, 但同时净增持 71 亿美元企业债券(见图表 4)。官方外资与私人外资截然相反, 净增持 32 亿美元美股, 同时净减持 0.6 亿美元企业债券(见图表 5)。同期, 美国投资者和上月一样继续净增持 80 亿美元海外股票, 但净减持 153 亿美元海外债券, 合计净减持 74 亿美元海外证券资产, 减持规模环比扩大 73 亿美元。除了**风险资产互换筹码**以外, 私人**和官方外资最大的区别在于债券市场**。本月, 私人外资偏向短期债券, 净增持 76 亿美元中长期美债, 同比和环比均下降了 92%, 创下 2021 年 11 月以来新低; 同时净增持了 182 亿美元短期美国国库券, 同比增加了 11%, 而上月为净减持 206 亿美元。与之相对的是, 官方外资偏向中长期债券, 净增持了 480 亿美元中长期美债, 创下 2013 年 2 月以来新高, 而去年同期和上月分别净减持 132 亿美元和 461 亿美元; 同时净增持 73 亿美元短期美国国库券, 增持规模同比和环比分别下降了 37% 和 33%。此外, 私人**和官方外资分别净增持了 112 亿美元和 30 亿美元机构债券**。

图表 4. 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 5. 官方海外投资者月度在美国国际资本流动状况

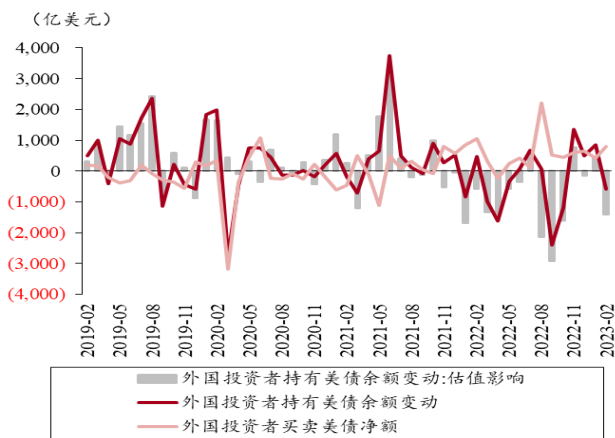


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

外资持有美债名减实增。截至 2 月末，外资持有美债余额为 73436 亿美元，较上月下降 590 亿美元，结束了连续三个月回升（见图表 6）。由于美债收益率上行、吸引力上升，外资净买入美债 811 亿美元，环比增加了 97%；负估值效应 1401 亿美元，贡献了持有余额下降的 238%。从交易品种来看，当月外资净买入中长期美债 556 亿美元，环比增加了 9%，贡献了外资净买入美债的 69%；净增持短期国库券 255 亿美元，而上月为净减持 97 亿美元，贡献了外资净买入美债的 31%（见图表 7）。整体来看，2 月份外资买美债延续 2022 年“锁长卖短”风格。

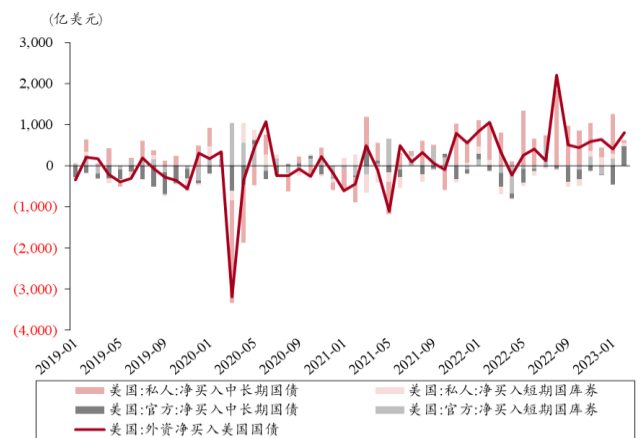
前 2 个月，虽然美债收益率较去年同期显著上升，但由于美国贸易逆差收窄了 20%，外资净买入 1223 亿美元美债，同比下降了 36%，再次说明**不管美债涨跌，外资赚美元就必然要配置美债**。对于美国来说，无所谓谁买美债，只要美元能从经常账户项下买到商品和服务，资本账户项下必然有回流。如果美国采取再工业化和财政紧缩等措施使得经常账户“神奇”盈余，美国也会对外净投资。正如二战后头二十多年时期，美国处于工业能力巅峰，贸易持续盈余，同时对外实施各类援助计划。除非美国完全封闭，既不可贸易，也不可交易，美元才会被“弃用”。

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

三、主要国家和地区均增持美债，日本、英国和加拿大可能错过美债“黄金坑”

2023 年 4 月起，美国财政部开始公布各国从美国手上买卖美债和中长期美债的数据，但不会公布各国之间的美债交易。因而，本文仍然需要假设各国持有美债期限结构与整体一致，即估值涨跌幅相等。

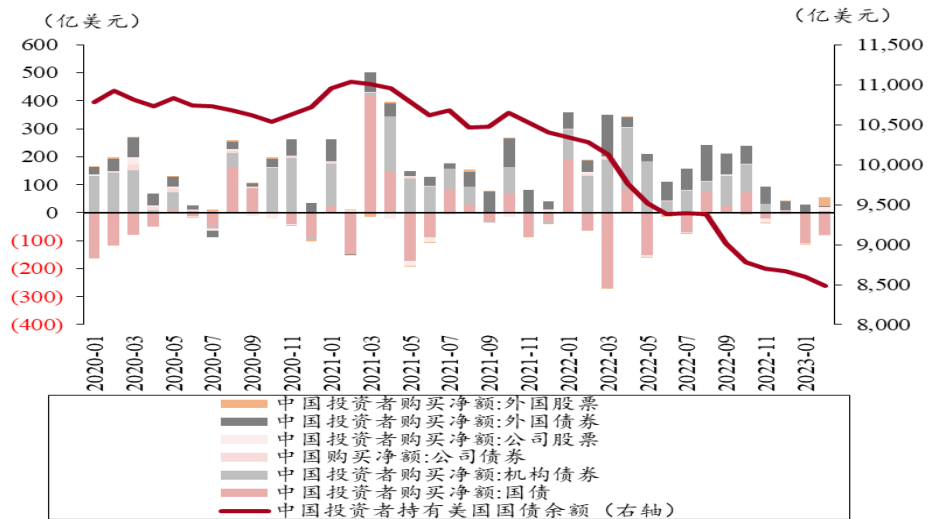
截至 2 月末，美债的第一大持有国日本（包括官方和私人）持有美债余额 10818 亿美元，较上月减少 226 亿美元，其中，净增持中长期国债 43 亿美元；净减持了 61 亿美元短期国库券，合计净卖出美债 18 亿美元，是主要经济体中唯一减持美债的国家。此外，负估值效应 208 亿美元，贡献了日本买债持有余额降幅的 93%。从其他券种来看，当月日本投资者在净减持美债的同时，也净增持了 31 亿美元政府机构债券和 31 亿美元美国企业债券，但净增持了 74 亿美元美国股票，增持规模创 2021 年 4 月以来新高。实际上，前 2 个月，日本的美债持有量略微上升 55 亿美元，较 2022 年底略微上涨 0.5%，同期 10 年期美债收益率小幅上升 4 个基点，说明日本依然增持了美债，只是错过了 2 月和 3 月美债大幅上下波动形成的“黄金坑”。2 月份，10 年期美债收益率上行 40 个基点，美债价格大跌造成外资持有美债负估值效应 1401 亿美元；3 月份，10 年期美债收益率下行 44 个基点，若无进一步交易美债，3 月末美债持有余额可能显著上升。根据 IMF 披露数据显示，3 月末日本可兑换外汇储备达到 11287 亿美元，较 2022 年底上升 248 亿美元，主要贡献可能来自于 3 月份美债收益率大幅下行、价格大涨。

截至 2 月末，英国投资者持有美债余额 6430 亿美元，环比下降 253 亿美元。其中，净减持中长期美债 157 亿美元，但净买入短期国库券 28 亿美元，合计净卖出美债 129 亿美元，而去年同期和上月分别净增持 210 亿美元和 99 亿美元，贡献了余额降幅的 51%；负估值效应 125 亿美元，贡献了余额降幅的 49%。同期，加拿大投资者持有美债余额较上月减少了 188 亿美元至 2353 亿美元，其中净卖出中长期美债 140 亿美元和短期国库券 1 亿美元，合计净卖出 141 亿美元，贡献了余额降幅的 75%；负估值效应 47 亿美元，贡献了余额降幅的 25%。

截至 2 月末，欧元区投资者持有美债余额 13670 亿美元，环比上升了 83 亿美元。其中，净买入中长期美债 211 亿美元和短期国库券 131 亿美元，合计净买入美债 342 亿美元，贡献了余额升幅的 413%；负估值效应 259 亿美元，负贡献了余额升幅的 313%。中资投资者持有美债余额 8488 亿美元，环比减少 105 亿美元。其中，净买入中长期美债 34 亿美元和短期国库券 23 亿美元，合计净买入美债 57 亿美元，为六个月来的首次买入，而去年同期净买入 21 亿美元和上月净卖出 127 亿美元；负估值效应 162 亿美元，负贡献了余额下降的 154%。从其他券种来看，当月中资净买 71 亿美元机构债券和 12.3 亿美元美股，同时净卖出 0.3 亿美元企业债券（见图表 8）。

从美国视角看，2 月份，披露的 75 个国家和地区中有 50 个（三分之二）国家从美国手上买走了美债，说明大部分国家依然在净增持美债。而且，主要国家中，仅有日本将 16 亿美元美债卖回给了美国，金额与测算结果（净卖出 18 亿美元）接近。英国和欧元区合计从美国手上买走了 198 亿美元美债，占外资买债的 24%；亚洲地区买走了 334 亿美元美债，占外资买债的 41%，占官方外资买债的 60%。值得注意的是，英国从美国手上买走了 62 亿美元美债，测算的结果却是净卖出 129 亿美元美债；加拿大从美国手上买走了 37 亿美元美债，测算的结果也是净卖出 141 亿美元美债；欧元区从美国手上仅买走了 135 亿美元美债，测算的结果却高达 342 亿美元。这说明了美债流动性好、交投活跃，依然是重要的资产配置来源。

图表 8. 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，2月份官方外资明显发力，以多年未见的力度增持以美债为主的美国证券资产，并且有望从美债“黄金坑”中赚取不菲的收益。但私人外资与官方外资截然相反，持币观望情绪浓厚，继续减持美股，同时放缓对美债的增持，以此结束了连续七个月的美元证券资产净增持。当月，虽然美国财政部修订新的数据公布规则，但是依然可以看出美债持有的大致轮廓，即美债“名减实增”。其中，日本可能仅与美国双向交易，是主要国家中唯一明确有减持的。英国、欧元区和亚洲各大经济体依然是本月外资买入美债的主力。此外，美国经济数据展现超预期韧性和通胀依然处于高位，推动美元和美债收益率上涨。美联储宽松预期回调压制风险偏好，但美国投资者对海外风险资产的热度却依然不减。

宏观数据、金融稳定与货币政策博弈可能会贯穿 2023 年上半年，不确定性仍较多。目前看，海外市场依然较为纠结，金融尾部风险逐渐暴露，而且美国经济周期确实在下行，但劳动力市场偏紧和通胀粘性使得美联储货币政策充满不确定性。虽然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，但是3月份美联储阶段性扩表确实推动芝加哥联储金融条件指数再次趋松，进一步强化了“美联储看跌”期权。此外，最新的美联储会议纪要显示，多位政策制定者曾考虑暂停加息，但对通胀的担忧最终成为支持加息决策的关键。值得注意的是，纪要还显示委员会一致认同银行业压力将减缓美国经济增长，警告美国经济或出现衰退风险。向后看，美联储内部分歧可能进一步加大。但是，4月份，IMF更新世界经济展望，分别上调2023年美国和欧元区经济增速0.2和0.1个百分点，且预计德国经济可能小幅负增长，同时下调了日本经济增速0.5个百分点，意味着美强欧日弱的格局没有改变。值得注意的是，美联储的“救火”行为往往都是发生在金融事件爆发之后，以此降低道德风险。

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任何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