

10月美国国际资本流动报告点评

外资连续两月净流出，但逆势加仓中长期美债

相关研究报告

《美国9月CPI点评:服务业通胀韧性重燃“紧缩交易”》20231013

《美债10年破5%后的走势:关键还是在于远期货币政策路径预期》20231025

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

证券分析师: 周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090002

- **外资连续两月净流出: 私人外资大幅抛售美股, 逆势加仓中长期美债。**10月外资净减持美国证券资产 838 亿美元, 连续第二个月净减持; 2023 年套息交易有所降温, 前十个月外资累计净流入放缓至约 4900 亿美元。从投资者类型来看, 10 月私人外资净减持 684 亿美元, 官方外资净减持 154 亿美元。从主要项目来看, 长期证券项目录得小幅净流入 33 亿美元, 短期证券和银行现金分别录得 728 亿美元和 143 亿美元净流出。在“higher for longer”阴影下, 10 月全球风险和避险资产均表现欠佳, 美元走强。私人外资逆势加仓 741 亿美元中长期美债, 同时净卖出 258 亿美元美国国库券和 670 亿美元股票; 官方外资净卖出 201 亿美元中长期美债及 113 亿美元股票, 净买入 3 亿美元美国国库券。走阔的中长端利差可能有助于解释外资对中长端美债的偏爱; 外资“追涨杀跌”抛售美股并不意外, 但其全市场占比不降反升。
- **外资美债仓位“名减实增”: 欧元区减持, 中日英增持。**估值效应拖累下, 外资美债持仓市值 10 月略有下降至 7.57 万亿美元, 但受益于私人外资支持, 全年仍增加接近 3000 亿美元。10 月外资净买入 285 亿美元美债。其中, 欧元区净卖出 252 亿美元, 中国、日本、英国分别净买入 20 亿美元、223 亿美元和 261 亿美元。特别的, 就中资机构而言, 其在 10 月重新净买入美债和政府机构债合计 65 亿美元, 但继续净卖出美股 28 亿美元; 10 月末持仓美债和政府机构债下降至 1.02 万亿美元, 持仓美股下降至 2828 亿美元。
- **市场与美联储之间的博弈依旧激烈, 金融市场更趋动荡。**2023 年四季度, 美国经济数据整体呈现出经济活动有所下降, 通胀水平如期回落, 劳动力市场边际降温的特征。与此同时, 美联储对抗市场宽松预期的力度不足, “默许”市场逐渐加大对 2024 年降息的计价。若金融条件持续转松, 美联储在降低经济衰退概率的同时也在提高经济“不着陆”的概率。12 月议息会议后, 前纽约联储比尔·达德利在彭博专栏刊文指出, 鲍威尔更像伯恩斯而非沃尔克。
- **风险提示:** 美联储货币政策显著偏离市场预期, 美国经济发展偏离预期, 地缘政治局势发展超预期

一、外资连续两月净流出：私人外资大幅抛售美股，逆势加仓中长期美债

10月外资净减持美国证券资产 838 亿美元，连续第二个月净减持；2023 年套息交易有所降温，外资累计净流入放缓。当地时间 2023 年 12 月 19 日，美国财政部发布了 2023 年 10 月份的国际资本流动 (TIC) 报告。报告的数据显示，10 月外国投资者在美净减持证券资产 (包括长期证券、短期证券以及银行现金) 838 亿美元 (见图表 1)，为连续第二个月净减持，较上月 648 亿美元净流出有所扩大，也显著弱于去年同期 1773 亿美元的净流入。其中，官方外资净减持 154 亿美元 (见图表 2)，为连续第四个月净流出，较上月 53 亿美元净流出有所扩大，显著弱于去年同期 176 亿美元的净流入；私人外资净减持 684 亿美元，为连续第二个月净流出，较上月 595 亿美元净流出有所扩大，显著弱于去年同期 1598 亿美元的净流入。2023 年前 10 个月，外资净流入 4891 亿美元，较去年同期约 1.36 万亿亿美元的净流入下降约 64%。2022 年，美联储以近四十年来最快的速度收紧货币政策，提高政策利率，美元快速走强，巨大的套息空间和汇率变动驱使外资大量购入美债或将资金转为美元存款/现金类资产。而随着时间进入 2023 年四季度，在美联储加息进入尾声之际，世界各国央行同美联储的货币政策差距难以进一步显著扩大，2022 年盛行的套息交易有所降温，这是 2023 年以来外资累计净流入较去年同期快速放缓的关键原因之一。

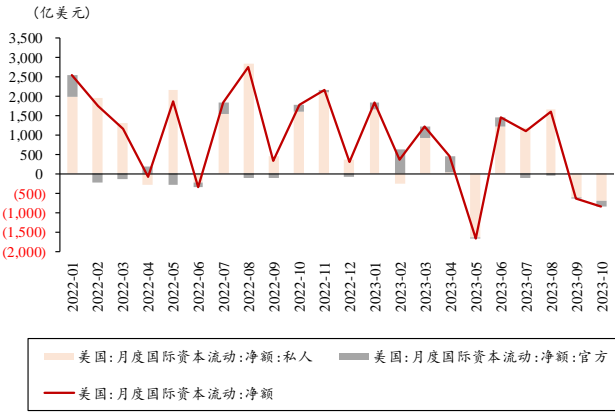
10 月美国长期证券项目录得小幅净流入，外资抛售短期证券并减少现金资产；美债和美股持仓存量分别下降至约 7.57 万亿和 12.97 万亿美元。从结构上看，在考虑了美国本土投资人和外资的跨境交易之后，10 月美国长期证券项目 (包括中长期国债、机构债、企业债以及股票) 录得 33 亿美元的净流入 (见图表 3)，较 9 月的 9 亿美元净流入有所扩大，但仍显著小于 2023 年前 9 个月月均约 800 亿美元的水平；净减持短期证券 (包括短期美国国库券及其他托管债务) 728 亿美元，减持规模为 1978 年有数据以来最大；净减持银行现金 (银行负债变动) 143 亿美元，较 9 月 371 亿美元的净减持有所收敛，但仍指向外资流动需求的边际减弱。从外资持有美国证券资产的存量角度来看，截至 10 月底，外国投资人持仓的美国国债市值由 9 月末的约 7.60 万亿美元 (市场占比约 28.9%) 下降至 7.57 万亿美元 (市场占比约 28.5%，见图表 4)，环比下降 390 亿美元 (其中估值负贡献估算为 676 亿美元)；持仓的美国股票由 9 月末的约 13.33 万亿美元 (市场占比约 29.3%) 下降至约 12.97 万亿美元 (市场占比约 29.6%)，环比下降 3640 亿美元 (其中估值负贡献估算为 2857 亿美元)。

图表 1. 美国月度国际资本净流动数据总览

编号	公式	项目(亿美元)	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2
30	21+22+29	美国:月度国际资本流动:净额	838	648	1614	1092	1458	-1664	444	1218	376
		Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflow									
29		美国:银行负债变化:净额	-143	-371	293	463	-617	-1276	-687	-681	-114
		Change in Banks' Own Net Dollar-Denominated Liabilities									
22		美国:美元计价的短期美国国库券及其他托管债务海外持有增加额	-728	-286	395	511	480	-576	-141	-58	-326
		Increase in Foreign Holdings of Dollar-Denominated Short-Term U.S. Securities and Other Custody Liabilities									
21	19+20	美国:长期证券交易:净额	33	9	926	118	1596	188	1,273	1,960	816
		Net Foreign Acquisition of Long-Term Securities									
20		美国长期证券:其它方式净买入	-	-	-	-	-	-	-	-2.63	0
		Other Acquisitions of Long-Term Securities, net									
19	3+16	美国长期证券:净买入	33	9	926	118	1,596	188	1,273	1,957	816
		Net Long-Term Securities Transactions									
16	14-15	美国:买入外国证券:净额**	189	7	22	-368	-474	-325	207	188	19
		Foreign Securities, net U.S. sales									
3	1-2	美国:买入美国证券:净额	-156	2	904	486	2,069	512	1,065	1,772	797
		Domestic Securities, net U.S. sale									
14		美国:从美国居民手中买入外国证券总额	10,109	9,834	9,935	8,635	9,834	9,470	8,759	13,248	11,243
		Gross U.S. Sales of Foreign Securities									
15		美国:向美国居民卖出外国证券总额	9,920	9,826	9,913	9,003	10,308	9,795	8,552	13,060	11,224
		Gross U.S. Purchases of Foreign Securities									
1		美国:国内证券总买入	44,420	42,832	47,322	43,963	47,267	43,296	36,852	49,437	38,892
		Gross U.S. Sales of Domestic U.S. Securities									
2		美国:国内证券总卖出	44,576	42,830	46,418	43,477	45,198	42,783	35,787	47,665	38,095
		Gross U.S. Purchases of Domestic U.S. Securities									

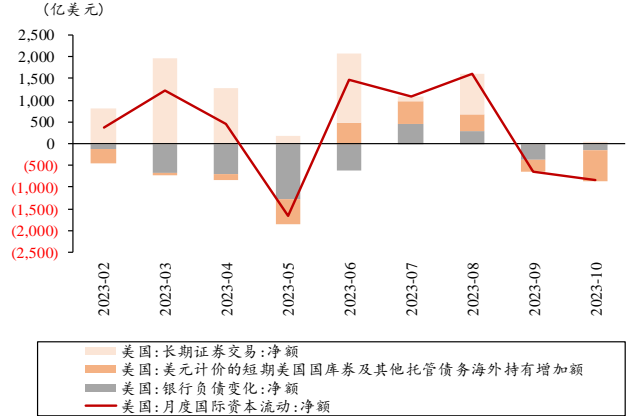
资料来源:彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券 * 本报根据美国财政部月度 TIC 报告“TIC Monthly Reports on Cross-Border Financial Flows”报表改编, 项目编号和计算公式均沿用该报表原始数据, 英文项目名称翻译参考万得指标 **美国:买入外国证券:净额”正值为美国投资人净卖出外国证券, 则意味着资金净流入美国, 负值则相反。

图表 2. 美国月度国际资本流动情况：按交易主体划分



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 3. 美国月度国际资本流动情况：按主要项目划分



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 4. 外资持仓和交易美国主要证券资产数据总览

经济体/地区	交易方向	项目(亿美元)	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2
海外投资人	卖出	中长期国债	24,927	23,627	25,946	25,927	25,089	23,748	19,967	25,307	20,124
		政府机构债券	681	546	536	482	551	777	711	1,059	883
		企业债	1,644	1,541	1,505	1,684	2,118	1,793	1,572	2,069	1,922
		股票	17,324	17,116	18,431	15,384	17,440	16,465	13,537	19,230	15,166
	买入	中长期国债	25,467	23,473	26,163	25,892	25,687	24,052	20,911	26,101	20,691
		政府机构债券	739	780	677	570	815	875	844	1,222	1,009
		企业债	1,672	1,704	2,035	1,825	2,130	2,245	1,671	2,282	2,032
		股票	16,541	16,876	18,448	15,676	18,634	16,123	13,426	19,832	15,159
	交易净额	中长期国债	540	-155	217	-35	599	304	944	794	567
		短期国库券	-255	247	390	476	496	-177	-449	-32	256
		美国国债	285	92	607	441	1,095	127	495	762	823
		政府机构债券	59	234	140	88	264	98	133	162	126
	期末持仓	企业债	28	162	530	141	12	452	98	214	110
		股票	-783	-240	17	292	1,194	-342	-111	602	-7
		中长期国债	65,296	65,432	66,652	66,570	66,574	66,193	66,566	65,943	63,627
		短期国库券	10,354	10,609	10,362	9,972	9,496	9,000	9,177	9,626	9,658
		美国国债	75,650	76,041	77,014	76,542	76,070	75,193	75,743	75,569	73,285
		政府机构债券	12,971	13,137	13,130	13,048	12,681	12,779	12,779	12,439	12,372
		企业债	40,148	40,609	41,538	41,363	41,141	40,889	40,977	40,566	39,498
		股票	129,660	133,300	139,009	140,894	136,533	128,592	127,985	127,353	124,212
美国国债持仓占全市场比例	28.5%	28.9%	29.6%	29.8%	29.9%	30.5%	30.8%	30.6%	29.8%		
美国股票持仓占全市场比例	29.6%	29.3%	29.0%	28.9%	29.2%	28.9%	29.0%	29.5%	29.0%		

资料来源：彭博，万得，美国财政部，中银证券

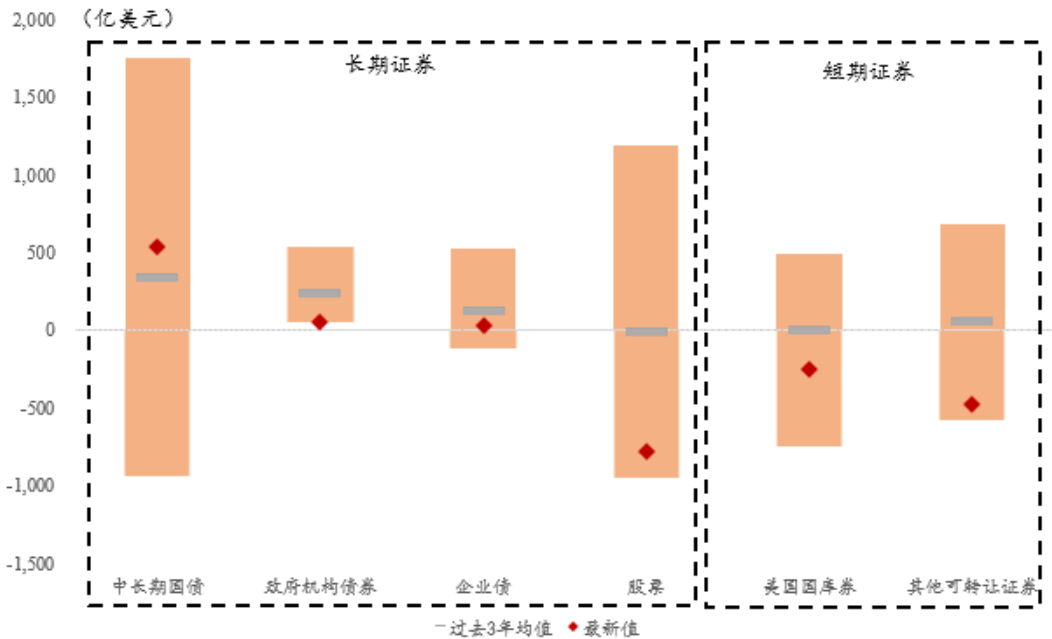
10月外资独爱中长期美债，美股承受大幅抛压。从投资人划分来看，10月838亿美元的净证券资产抛售主要是由于私人外资净卖出684亿美元所导致（见图表5）。具体来看，私人外资净买入了85亿美元的长期证券，其中包括净买入中长期国债741亿美元，逆转了9月307亿美元的净卖出；净卖出股票670亿美元，较9月86亿美元的净卖出有所扩大；净卖出了716亿美元的短期证券，较9月202亿美元的净卖出进一步扩大。后者10月的净流出中包括外资净卖出258亿美元短期美国国库券（vs 9月净买入279亿美元），净卖出457亿美元其它可转让证券（vs 9月净卖出481亿美元）。另一方面，官方外资在10月的154亿美元净卖出则主要是由于其净卖出了201亿美元的中长期国债（vs 9月净买入152亿美元）和113亿美元的股票（vs 9月净卖出154亿美元），而其对于短期证券的净买卖则是可以忽略不记的。尽管私人外资和官方外资已经连续两个月持续净卖出，但是截至10月末的数据显示，二者在2023年前十个月依然分别累计净买入了约3500亿美元和1300亿美元的证券资产。相较过去36个月的波动范围（见图表6），10月外资在净卖出股票和其它可转让证券方面显得较为激进；外资依然维持了净买入美国政府机构债的传统，但10月净购买量为过去36个月的低位；尽管对其它资产缺乏热情，但10月外资对美国中长期国债的需求重新高涨，其净买入量超过了过去36个月的均值。

图表 5. 美国月度国际资本净流动数据：私人 and 官方外资在主要证券项目中的净买卖情况

海外投资者类别	投资项目类别	项目(亿美元)	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2
私人	总量	月度国际资本流动:净额	-684	-595	1,676	1,206	1,214	-1,636	27	925	-264
	长期证券	中长期国债:净额	741	-307	270	200	350	36	602	736	103
		政府机构债券:净额	4	229	129	71	142	42	120	22	100
		企业债:净额	10	154	456	137	0	431	102	149	114
		股票:净额	-670	-86	-4	211	1,038	-381	-100	504	-50
	长期证券_净额总计		85	-9	852	618	1,529	129	725	1,412	267
	短期证券	短期美国国库券:净额	-258	279	378	291	659	-208	-240	15	182
		其它可转让证券:净额	-457	-481	27	-3	-36	-389	292	-39	-536
	短期证券_净额总计		-716	-202	405	288	624	-597	53	-24	-354
	官方	总量	月度国际资本流动:净额	-154	-53	-62	-114	244	-28	417	293
长期证券		中长期国债:净额	-201	152	-53	-235	249	268	342	58	464
		政府机构债券:净额	55	5	11	18	123	56	13	140	26
		企业债:净额	18	8	74	4	12	21	-3	64	-4
		股票:净额	-113	-154	21	81	157	39	-11	98	44
长期证券_净额总计		-241	11	52	-132	540	383	341	360	530	
短期证券		短期美国国库券:净额	3	-33	12	185	-163	31	-209	-47	73
		其它可转让证券:净额	-16	-51	-23	39	19	-10	16	13	-46
短期证券_净额总计		-12	-84	-11	223	-144	20	-194	-34	28	
私人+官方		总量	月度国际资本流动:净额	-838	-648	1,614	1,092	1,458	-1,664	444	1,218
	长期证券	中长期国债:净额	540	-155	217	-35	599	304	944	794	567
		政府机构债券:净额	59	234	140	88	264	98	133	162	126
		企业债:净额	28	162	530	141	12	452	98	214	110
		股票:净额	-783	-240	17	292	1,194	-342	-111	602	-7
	长期证券_净额总计		-156	2	904	486	2,069	512	1,065	1,772	797
	短期证券	短期美国国库券:净额	-255	247	390	476	496	-177	-449	-32	255
		其它可转让证券:净额	-473	-533	4	35	-16	-399	308	-27	-581
	短期证券_净额总计		-728	-286	395	511	480	-576	-141	-58	-326

资料来源: 彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券

图表 6. 外资净买入美国证券资产的情况: 最新值 vs 过去 36 个月均值和波动范围



资料来源: 万得, 中银证券

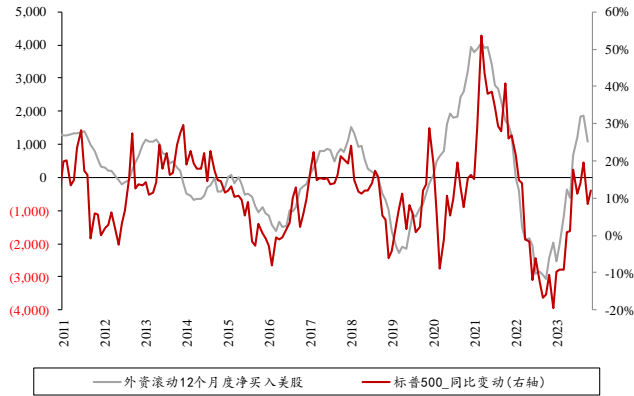
“higher for longer”阴影下，10月全球风险和避险资产均表现欠佳，美元走强。走阔的中长端利差可能有助于解释外资对中长端美债的偏爱；外资“追涨杀跌”抛售美股，但其全市场占比不降反升。10月份，尽管美联储表示加息接近终点，但在持续坚韧的美国劳动力市场和回落速度较为迟缓的美国服务业通胀背景下，市场对于美联储将不得不在更长的时间维持高利率的担忧持续加剧。具体来看，10月12日公布的9月CPI和核心CPI同比增速分别为3.7%和4.1%，前者高于市场预期的3.6%，后者同市场预期一致（具体分析请参考10月13日的报告《美国9月CPI点评：服务业通胀韧性重燃“紧缩交易”》）；10月6日公布的9月就业数据显示9月非农新增岗位约33.6万人，显著高于市场预期的17万人，9月失业率为3.8%，高于市场预期的3.7%，与前值持平。在这样的经济环境下，“higher for longer”的叙事主导了10月份的全球市场。美债短端利率大致横盘，但中长端利率持续走高，收益率倒挂情况进一步修复。10年期国债收益率一度在月末盘中升破5.0%，美债2年和5年的期限利差也由9月末的43个基点下降至10月末的25个基点（具体分析请参考10月25日的报告《美债10年破5%后的走势：关键还是在于远期货币政策路径预期》）。另一方面，全球风险资产价格普遍回落，美国标普500指数10月收跌约2%。与此同时，美元指数在10月收涨0.5%。股债双杀而美元走强的情况再次在10月份出现（见图表7）。在这样的背景下，美债同主要经济体的债券利差在短端保持了相对稳定，而中长端利差则快速走阔，中长端套息交易的升温可能部分解释了10月私人外资选择“卖短买长”。另一方面，这种边际上增加持仓久期的操作也可能暗示私人外资认为美债中长期利率阶段性触顶。考虑到外资在净买卖美股上呈现“追涨杀跌”特征（见图表8）以及美股在10月的欠佳表现，外资对美股的大幅抛售并不让人意外。但值得注意的是，在大幅抛售之后，10月末外资在美股的持仓占比反而是略有上升的（从9月的29.3%升至10月的29.6%，见图表9）。这可能意味着美国境内机构在10月的美股抛售可能更为激进。

图表7. 2023年10月全球主要大类资产变动

	全球主要金融资产指标	2023年9月末 资产价格	2023年10月末 资产价格	2023年10月 价格变动
风险资产	比特币	26903	34651	28.8%
	标准普尔500指数	4288	4194	-2.2%
	道琼斯工业平均指数	33508	33053	-1.4%
	纳斯达克综合指数	13219	12851	-2.8%
	日经225指数	31858	30859	-3.1%
	COMEX铜期货	374	365	-2.4%
	上海深圳沪深300指数	3690	3573	-3.2%
	标普/澳证200指数	7049	6781	-3.8%
	MSCI新兴市场指数(除中国)	1164	1121	-3.7%
	创业板指数	2004	1968	-1.8%
	韩国KOSPI指数	2465	2278	-7.6%
	欧元区斯托克50价格指数	4175	4061	-2.7%
	恒生科技指数	3921	3759	-4.1%
	香港恒生指数	17810	17112	-3.9%
	富时100指数	7608	7322	-3.8%
	全球高收益债利差	4.8	5.2	-40
	全球投资级企业债利差	1.4	1.4	-7
	小麦期货(CBT)	542	556	2.7%
	ICE布伦特原油期货	95.31	87.41	-8.3%
	纽交所天然气期货	2.93	3.58	22.1%
	美元兑日元	149	152	1.5%
	美元兑英镑	0.8197	0.8228	0.4%
	美元兑离岸人民币	7.2928	7.3416	0.7%
	金价	1849	1984	7.3%
	美元兑欧元	0.9458	0.9456	-0.02%
	美元指数即期汇率	106	107	0.5%
	10年期德国国债收益率	2.84	2.81	3.3
10年期美国国债收益率	4.57	4.93	-36.0	
避险资产	10年期中国国债收益率	2.68	2.69	-1.2

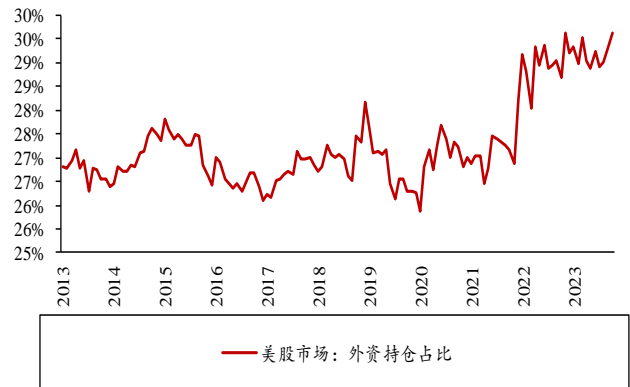
资料来源：彭博，中银证券；资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 8. 外资滚动 12 个月累计净买入美股 vs 标普 500 指数同比变动



资料来源：彭博，中银证券

图表 9. 美股市场外资持仓占比

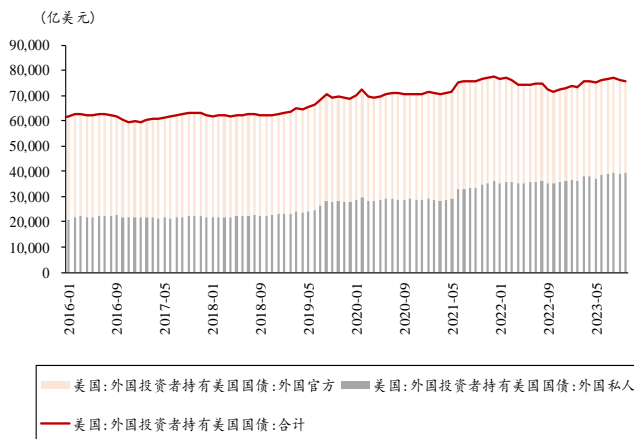


资料来源：彭博，中银证券

二、外资美债仓位“名减实增”：欧元区减持，中日英增持

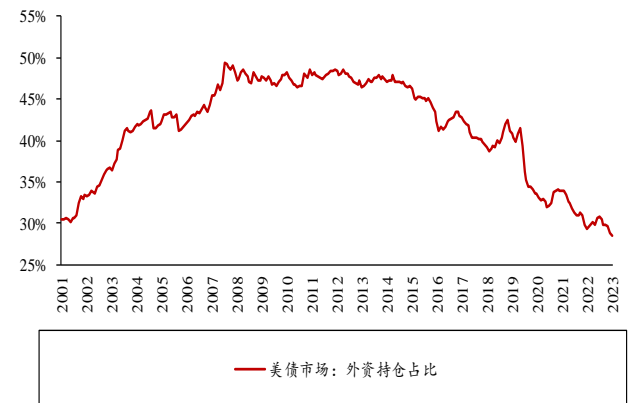
10 月外资持仓和交易美债概况：估值效应拖累下，外资美债持仓市值当月略有下降，但受益于私人外资支持，全年仍增加接近 3000 亿美元。从存量角度看，10 月末，外资持有的美国国债市值为约 7.57 万亿美元（官方和私人外资持仓大致相等），较 9 月末的 7.60 万亿美元减少约 390 亿美元（见图表 10）。其中，据估算，负估值效应约 676 亿美元。外资实际上在 10 月净买入了约 285 亿美元（见图表 12）。从美债市场占比来看，外资占比由 9 月的 28.9% 下降至 10 月的 28.5%，延续了 2014 年以来震荡回落的趋势（见图表 11）。从交易净额角度来看，在 10 月外资 285 亿美元的净买入中，官方外资净卖出了 198 亿美元，而私人外资净买入了 483 亿美元（见图表 13）。从截至 10 月末的数据来看，2023 年前十个月外资持仓的美债市值增加了 2750 亿美元，官方外资和私人外资分别累计净买入了 544 亿和 4584 亿美元美债。历史数据显示，官方外资持有美债的情况同全球美元外储的变动基本一致（见图表 15），而私人外资趋势性净买卖美债则同主要货币对的套息交易以及美债波动率存在较好的关联度（见图表 14）。

图表 10. 外资持仓美债总市值：私人以及官方



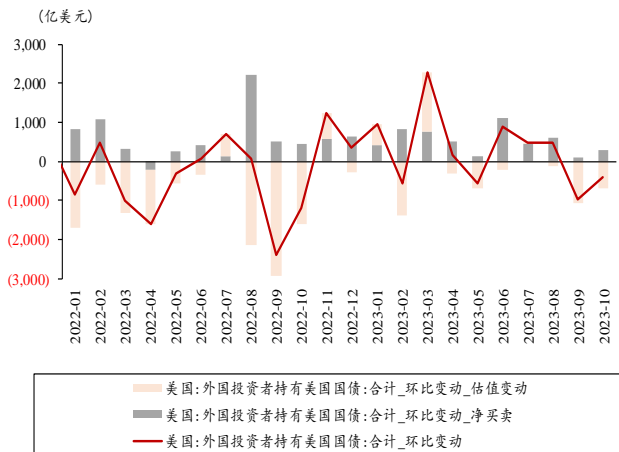
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 外资持仓美债市值占全市场比重



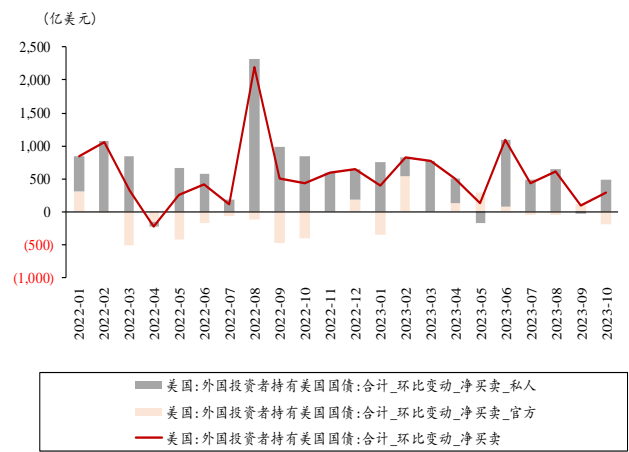
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 外资持仓美债市值变动：估值效应 vs 净买卖



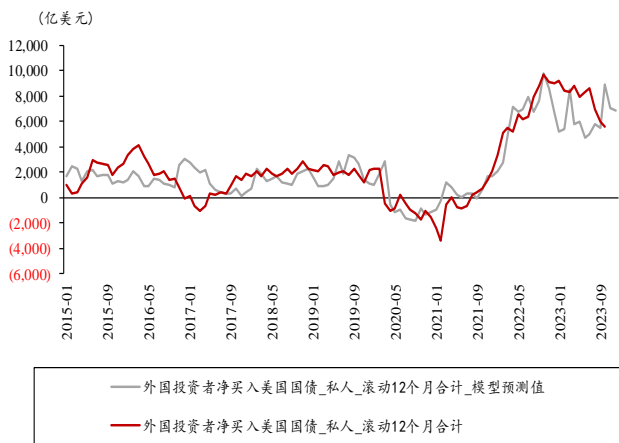
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 私人 and 官方外资净买卖美债情况



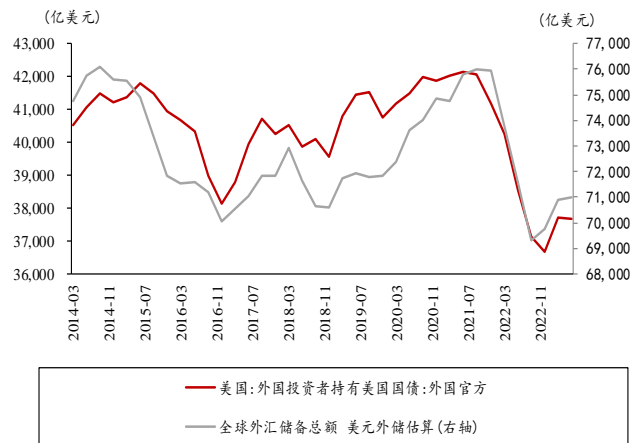
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 私人外资滚动 12 个月净买入美债：实际值 vs 模型预测值



资料来源：彭博，中银证券 *模型基于长端利差和美债波动率

图表 15. 官方外资持仓美债市值 vs 全球美元外储估算

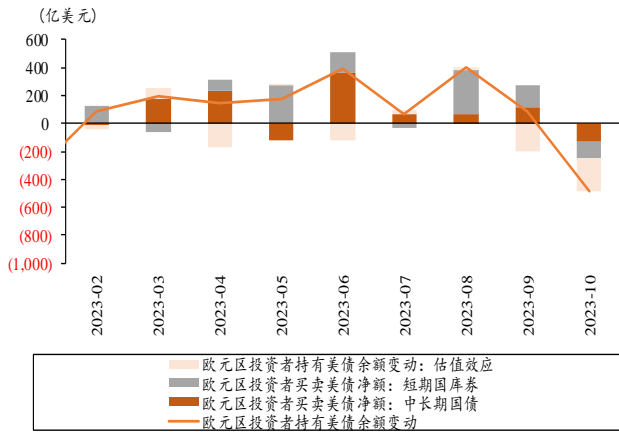


资料来源：彭博，中银证券

10 月美债主要海外持有人交易变动：欧元区净卖出，中国、日本和英国净买入。10 月，欧元区持仓美债市值减少 487 亿美元至约 1.46 万亿美元，其中负估值效应为 235 亿美元，净卖出 252 亿美元（短期和中长期国债大致各占一半），净卖出金额为年内最高（见图表 16）；英国持仓美债市值增加 241 亿美元至 6930 亿美元，其中负估值效应为 20 亿美元，净买入 261 亿美元（净买入中长期债券，卖出短期债券），净买入金额为年内最高（见图表 17）；中资投资者持仓美债市值减少 85 亿美元至约 7696 亿美元，其中负估值效应为 105 亿美元，净买入 20 亿美元（主要为中长期债券）（见图表 18）；日本持仓美债市值增加 118 亿美元至约 1.10 万亿美元，其中负估值效应 105 亿美元，净买入 223 亿美元（净买入中长期债券，卖出短期债券），净买入金额为年内次高（见图表 19）。

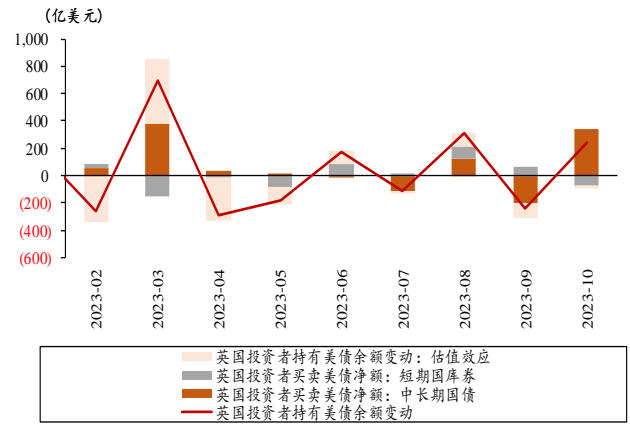
中资机构重新净买入美债和政府机构债，但继续净卖出美股；10 月末持仓美债和政府机构债下降至 1.02 万亿美元，持仓美股下降至 2828 亿美元。从交易角度来看，中资投资者在 10 月合计净买入 65 亿美元的美债和政府机构债，逆转了此前 3 个月的持续净卖出，但前十个月仍累计净卖出 224 亿美元，显著弱于去年同期 1048 亿美元的净买入；净卖出 28 亿美元的美股，为连续第 4 个月净卖出，前十个月累计净卖出 164 亿美元，较去年同期 21 亿美元的净卖出有所扩大。从持仓角度来看，截至 10 月末，中资投资者持有 7696 亿美债，2527 亿政府机构债，二者共计约 1.02 万亿美元，环比下降 109 亿美元（负估值效应估算为 174 亿美元），较去年末下降 963 亿美元（负估值效应估算为 739 亿美元）；持有美股约 2828 亿美元，环比下降 90 亿美元（负估值效应估算为 62 亿美元），但较去年末增加 124 亿美元（正估值效应估算为 288 亿美元）（见图表 20）。

图表 16. 欧元区美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



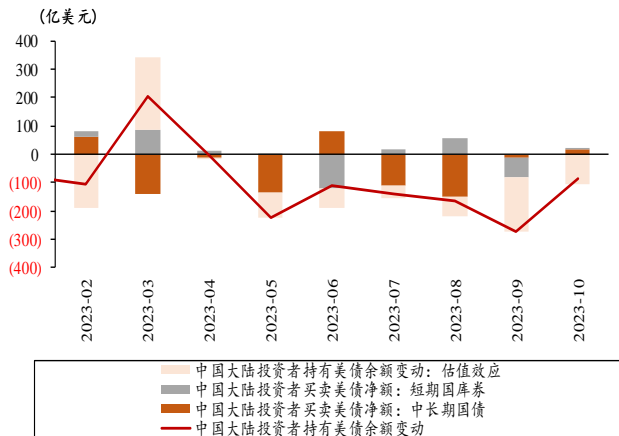
资料来源：彭博，中银证券

图表 17. 英国美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



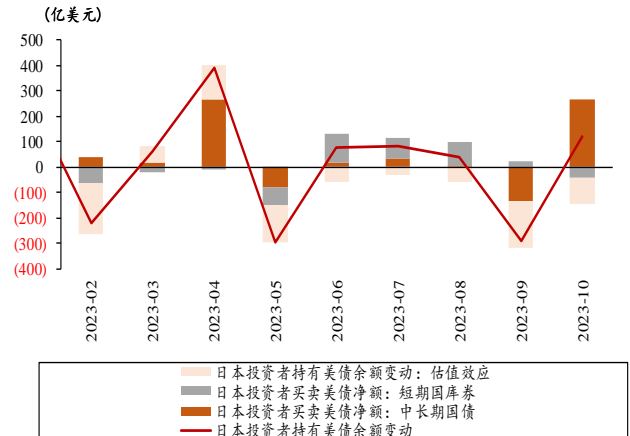
资料来源：彭博，中银证券

图表 18. 中资投资者美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



资料来源：彭博，中银证券

图表 19. 日本美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



资料来源：彭博，中银证券

图表 20. 中资投资者：主要证券资产项目的买卖和持仓数据

经济体/地区	交易方向	项目(亿美元)	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2
中资投资者	卖出	中长期国债	354	526	620	681	686	798	393	655	487
		政府机构债券	16	19	19	18	19	21	22	34	23
		企业债	3	3	5	5	7	10	9	7	5
	买入	股票	133	146	160	123	150	142	104	130	145
		中长期国债	373	516	471	569	767	662	383	517	548
		政府机构债券	61	32	6	22	117	62	10	145	15
	交易净额	企业债	5	5	6	8	7	9	5	7	5
		股票	105	114	109	114	151	121	85	134	135
		中长期国债	19	-10	-149	-112	81	-137	-10	-138	60
		短期国库券	1	-69	56	15	-121	4	12	86	23
		美国国债	20	-79	-93	-97	-40	-133	2	-52	83
	期末持仓	政府机构债券	45	14	-13	4	98	41	-12	111	-8
		企业债	2	2	1	3	0.1	-1	-4	-0	0
		股票	-28	-32	-51	-8	0.4	-21	-18	4	-9
		中长期国债	7,646	7,732	7,935	8,156	8,309	8,299	8,525	8,541	8,424
		短期国库券	51	49	119	62	47	168	164	152	66
美国国债		7,696	7,781	8,054	8,218	8,357	8,467	8,689	8,693	8,490	
政府机构债券	2,527	2,551	2,637	2,686	2,700	2,634	2,626	2,639	2,491		
企业债	184	183	188	193	201	198	200	201	195		
股票	2,828	2,918	3,082	3,182	3,084	2,901	2,900	2,892	2,796		

资料来源：万得，中银证券

三、主要结论

“higher for longer”主导 10 月市场，外资抛售美股，加仓中长期美债，减持短期证券和现金。10 月，尽管美联储表示加息接近终点，但超预期强劲的美国劳动力市场数据，以及回落速度较为迟缓的美国服务业通胀使得“紧缩担忧”再次回归。市场对于美联储将不得不在更长的时间维持高利率的担忧持续加剧。“higher for longer”的叙事主导了 10 月份的全球金融市场。在这样的经济环境下，美债短端利率大致横盘，但中长端利率持续走高，收益率倒挂情况进一步修复。另一方面，风险资产普遍回落，全球主要股指悉数下跌，美元则小幅走强。在此背景下，外资在 10 月继续净卖出美国资产。从主要资产类别来看，外资跟随美股的走弱而大幅抛售美股，但在中长端套息交易空间扩大之际，逆势加仓中长期美债。与此同时，外资也在显著抛售短期证券，并减少其在美国境内银行持有的现金资产。

市场与美联储之间的博弈依旧激烈，金融市场更趋动荡。2023 年四季度，美国经济数据整体呈现出经济活动有所下降，通胀水平如期回落，劳动力市场边际降温的特征。与此同时，美联储对抗市场宽松预期的力度不足，“默许”市场逐渐加大对 2024 年降息的计价。若金融条件持续转松，美联储在降低经济衰退概率的同时也在提高经济“不着陆”的概率。12 月议息会议后，前纽约联储比尔·达德利在彭博专栏刊文指出，鲍威尔更像伯恩斯而非沃尔克。

风险提示：美联储货币政策显著偏离市场预期，美国经济发展偏离预期，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