

11月美国国际资本流动报告点评

外资重新入场，各类资产均录得净流入，中资继续减持美国中长期证券资产

相关研究报告

《美国10月CPI点评：通胀低于预期，紧缩担忧缓和》20231115

《大类资产交易周报：“坏消息”仍然好消息》20231105

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

- 外资重新入场：美债继续受青睐，美股重新录得净流入。**2023年11月外资净增持美国证券资产约2600亿美元，逆转前两个月净流出局面且为2022年8月以来的新高。套息交易降温背景下，2023年前11个月外资累计净流入接近8000亿美元，约为2022年同期水平的一半。从投资者分类来看，11月官方外资净增持183亿美元，逆转了之前连续4个月持续净卖出的局面；私人外资净买入2420亿美元，逆转了9月和10月连续两个月净卖出的局面，为2022年8月以来的最高单月净买入量。从TIC三大项目来看，2023年11月美国长期证券项目录得1261亿美元净流入，外资重新净买入短期证券362亿美元并增持979亿美元现金。在“恰到好处”的美国经济数据推动下，11月市场展开“软着陆”交易，资产价格普涨，美股和美债价格携手走高，美元走弱。11月美国各个主要资产均录得净流入。就美债而言，尽管套息空间虽然有所收窄，但整体仍处于近期的较高水平，这推动美债录得1201亿美元净流入，为连续19个月录得净流入。就美股而言，其在11月的亮眼表现推动美股录得79亿小幅净流入，结束了此前连续2月的净流出。
- 估值回暖和净买入共同推升外资美债仓位：欧日英增持，中资减持。**2023年11月，外资美债持仓市值增加约2400亿美元，正估值效应和净买入各贡献约一半；受益于私人外资大幅净买入，2023年前11个月外资美债持仓市值增加约5200亿美元。11月，欧元区、英国和日本分别净买入594亿美元、163亿美元和27亿美元，中资则净卖出150亿美元。特别的，就中资机构而言，其在11月合计净卖出145亿美元的美债和政府机构债，但继续净买入企业债2亿美元，并重新净买入美股2亿美元。受估值抬升，中资机构11月末持仓美债和政府机构债上升至1.04万亿美元，持仓企业债上升至190亿美元，持仓美股上升至3075亿美元。
- 美国通胀回落路径仍存不确定性，美国金融市场波动性仍可能加大并影响国际资本流动。**2023年四季度以来，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，而这可能为未来美国通胀的持久韧性埋下伏笔。与此同时，包括“红海事件”在内的地缘冲突也为未来美国通胀路径增加了不确定性。而美国通胀走势的起伏仍然是目前影响金融市场走势的关键因素之一。金融资产价格的波动则会影响套息交易的空间、美股的表现以及市场对于美国资产的整体信任程度等，这些因素都是影响国际资本进出美国市场的关键。
- 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、外资重新入场：美债继续受青睐，美股重新录得净流入

当地时间 2024 年 1 月 19 日，美国财政部发布了 2023 年 11 月份的国际资本流动（TIC）报告。报告的数据显示，**2023 年 11 月外资净增持美国证券资产约 2600 亿美元，逆转前两个月净流出局面且为 2022 年 8 月以来的新高；官方外资重新入场，私人外资大幅净流入；套息交易降温背景下，2023 年前 11 个月外资累计净流入接近 8000 亿美元，约为 2022 年同期水平的一半。**

2023 年 11 月外国投资者在美净增持证券资产（包括长期证券、短期证券以及银行现金）2602 亿美元（见图表 1），逆转了 9 月和 10 月连续两个月净卖出的局面（两个月合计净卖出 1249 亿美元），也强于 2022 年 11 月 2157 亿美元的净买入，为 2022 年 8 月以来的最高单月净买入量。其中，官方外资（包括央行和主权财富基金）在 2023 年 11 月净增持 183 亿美元（见图表 2），逆转了之前连续 4 个月持续净卖出的局面（4 个月合计净卖出 402 亿美元），也强于 2022 年 11 月 51 亿美元的净买入；私人外资（包括国际机构、区域性机构、对冲基金、银行等）净买入 2420 亿美元，逆转了 9 月和 10 月连续两个月净卖出的局面（两个月合计净卖出 1034 亿美元），为 2022 年 8 月以来的最高单月净买入量。

2023 年前 11 个月，外资净流入 7971 亿美元，较 2022 年同期约 1.58 万亿美元的净流入下降约 50%。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，且在速度和幅度上整体领先其它主要央行。在这样的背景下，美元快速走强和巨大的套息空间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边际收窄，2022 年盛行的套息交易有所降温，这可能是 2023 年以来外资累计净流入较上年同期快速放缓的关键原因之一。

从 TIC 三大项目来看，2023 年 11 月美国长期证券项目录得大幅净流入，外资重新净买入短期证券并大幅增持现金；估值回暖推动下，外资美债和美股持仓存量分别上升至约 8 万亿和 13 万亿美元。

从资产结构上看，在考虑了美国本土投资人和外资的跨境交易之后，11 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 1261 亿美元的净流入（见图表 3），较 10 月 34 亿美元净流入显著扩大，但仍低于 2022 年 11 月 1715 亿美元的净流入。在长期证券项目下，外资净流入为 1494 亿美元，而美国本土投资人净流出为 233 亿美元（也即美国投资人净买入境外证券）；外资净买入短期证券（包括短期美国国库券及其他托管债务）362 亿美元，逆转了 9 月和 10 月连续两个月净卖出的局面（两个月合计净卖出 1014 亿美元），也显著好于 2022 年 11 月 10 亿美元的净流出；外资净增持银行现金（银行负债变动）979 亿美元，显著高于 10 月 72 亿美元的净增持，为 2023 年 1 月以来的新高。

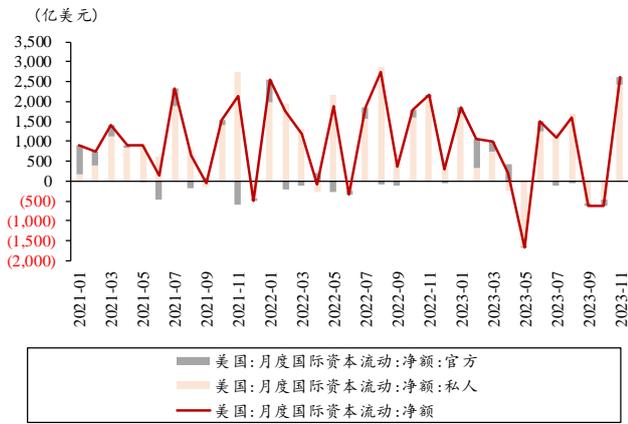
从外资持有美国证券资产的存量角度来看，截至 11 月底，外国投资人持仓的美国国债市值由 10 月末的约 7.57 万亿美元（市场占比约 28.47%）上升至 7.81 万亿美元（市场占比约 29.09%，见图表 4），环比上升 2433 亿美元（其中估值正贡献估算为 1232 亿美元）；持仓的美国股票由 10 月末的约 13.00 万亿美元（市场占比约 29.68%）上升至约 13.99 万亿美元（市场占比约 29.24%），环比上升 9928 亿美元（其中估值正贡献估算为 9848 亿美元）。

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)	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1	2022/12	2022/11
30	21+22+29	美国:月度国际资本流动:净额 Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflow	2,602	2,622	2,627	1,609	1,085	1,498	-1,664	203	985	1,063	1,839	308	2,157
29		美国:银行负债变化:净额 Change in Banks' Own Net Dollar-Denominated Liabilities	979	72	-333	293	463	-617	-1,276	-678	-690	-114	1,668	-1,705	514
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 Increase in Foreign Holdings of Dollar-Denominated Short-Term U.S. Securities and Other Custody Liabilities	362	-728	-286	395	511	480	-576	-141	-58	-326	-44	587	-10
21	19+20	美国:长期证券:净买入 Net Foreign Acquisition of Long-Term Securities	1,261	34	-7	921	111	1,635	188	1,023	1,736	1,503	308	1,528	1,715
20		美国:长期证券:其它方式净买入 Other Acquisitions of Long-Term Securities, net	-	-	-	-	-	-	-	-	-3	0	-92.21	-101	-61
19	3+16	美国:长期证券:净买入 Net Long-Term Securities Transactions	1,261	34	-7	921	111	1,635	188	1,023	1,733	1,503	216	1,427	1,654
16	14-15	美国:买入外国证券:净额** Foreign Securities, net U.S. sales	-233	188	7	25	-367	-474	-325	146	318	-92	1	495	309
3	1-2	美国:买入美国证券:净额 Domestic Securities, net U.S. sale	1,494	-155	-14	896	478	2,109	512	877	1,417	1,594	307	1,033	1,406
14		美国:从美国居民手中买入外国证券总额 Gross U.S. Sales of Foreign Securities	9,933	10,112	9,834	9,724	8,439	9,836	9,470	9,142	13,425	11,149	24,713	21,506	24,343
15		美国:向美国居民卖出外国证券总额 Gross U.S. Purchases of Foreign Securities	10,167	9,924	9,827	9,699	8,806	10,310	9,795	8,996	13,106	11,240	24,711	21,011	24,034
1		美国:国内证券总买入 Gross U.S. Sales of Domestic U.S. Securities	45,230	44,429	42,834	47,325	43,964	47,317	43,296	37,300	49,190	39,328	41,287	40,546	45,029
2		美国:国内证券总卖出 Gross U.S. Purchases of Domestic U.S. Securities	43,735	44,584	42,848	46,429	43,486	45,208	42,783	36,423	47,773	37,733	40,980	39,513	43,623

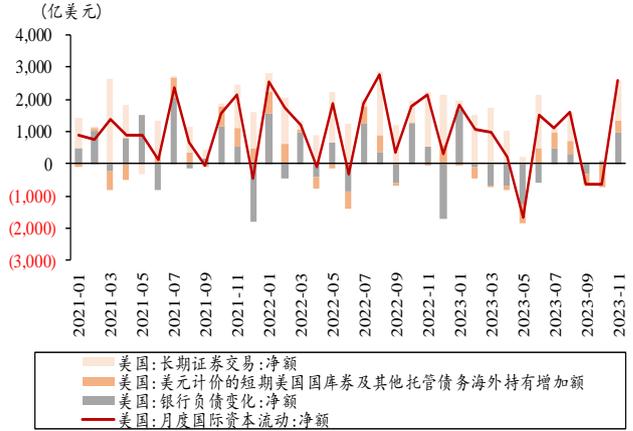
资料来源: 彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券 * 本报根据美国财政部月度 TIC 报告“TIC Monthly Reports on Cross-Border Financial Flows”报表改编, 项目编号和计算公式均沿用该报表原始数据, 英文项目名称翻译参考万得指标 **“美国: 买入外国证券: 净额”正值为美国投资人净卖出外国证券, 则意味着资金净流入美国, 负值则相反。

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)	2023/11	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	23,136	24,927	23,628	25,946	25,927	25,089	23,748	19,707	25,242	19,537
		政府机构债券	690	681	554	536	482	551	777	663	800	628
		企业债	1,719	1,644	1,541	1,505	1,684	2,118	1,793	1,688	2,151	1,952
		股票	18,190	17,332	17,126	18,442	15,393	17,450	16,465	14,366	19,580	15,616
	买入	中长期国债	24,046	25,467	23,478	26,163	25,892	25,716	24,052	20,759	25,804	20,311
		政府机构债券	854	739	780	677	570	821	875	786	993	762
		企业债	2,060	1,672	1,704	2,035	1,825	2,140	2,245	1,784	2,535	2,338
		股票	18,270	16,551	16,873	18,451	15,677	18,640	16,123	13,972	19,858	15,916
	交易净额	中长期国债	910	540	-150	217	-35	628	304	1,052	562	774
		短期国库券	291	-255	247	390	476	496	-177	-449	-32	256
		美国国债	1,201	285	97	607	441	1,124	127	603	530	1,030
		政府机构债券	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134
		企业债	341	28	162	530	141	22	452	96	385	386
	期末持仓	股票	79	-781	-253	9	284	1,189	-342	-394	278	300
		中长期国债	67,438	65,296	65,432	66,652	66,570	66,574	66,193	66,566	65,943	63,627
		短期国库券	10,645	10,354	10,609	10,362	9,972	9,496	9,000	9,177	9,626	9,658
		美国国债	78,083	75,650	76,041	77,014	76,542	76,070	75,193	75,743	75,569	73,285
		政府机构债券	13,658	12,971	13,137	13,130	13,048	12,681	12,779	12,779	12,439	12,372
		企业债	42,212	40,138	40,592	41,521	41,346	41,099	40,889	40,977	40,566	39,498
		股票	139,888	129,960	133,583	139,320	141,205	136,846	128,592	128,279	127,647	124,506
美国国债持仓占 全市场比例		29.09%	28.47%	28.88%	29.57%	29.77%	29.88%	30.53%	30.78%	30.60%	29.78%	
美国股票持仓占 全市场比例		29.24%	29.68%	29.32%	29.09%	28.97%	29.29%	28.87%	29.10%	29.59%	29.03%	

资料来源：彭博，万得，美国财政部，中银证券

从证券资产项目来看，受私人外资支持，11月份美国国债连续19个月录得净流入；私人 and 官方外资同步净增持美股，结束此前美股连续两个月的抛售。

从投资人划分来看，2023年11月2602亿美元的净流入中私人外资净买入2420亿美元(见图表5)。具体来看，私人外资净在11月净买入了1821亿美元的长期证券，其中：净买入中长期国债1233亿美元，较10月741亿美元的净买入进一步升温；净买入股票65亿美元，逆转了此前连续3个月的净抛售；净买入226亿美元的短期证券，逆转了此前连续2个月的净抛售。在短期证券中，私人外资净买入短期美国国库券180亿美元，逆转了10月净卖出258亿美元的局面。另一方面，同期官方外资仍然净卖出了327亿美元的长期证券，其中净卖出了323亿美元的中长期国债，这是官方外资连续第二个月持续净卖出美国长期证券。不过，官方外资在11月小幅净买入了15亿美元的股票，结束了此前连续2个月的净抛售。与此同时，官方外资在11月净买入了137亿美元的短期证券，其中净买入了112亿美元的短期美国国库券，逆转了此前3个月连续净卖出短期证券的局面。

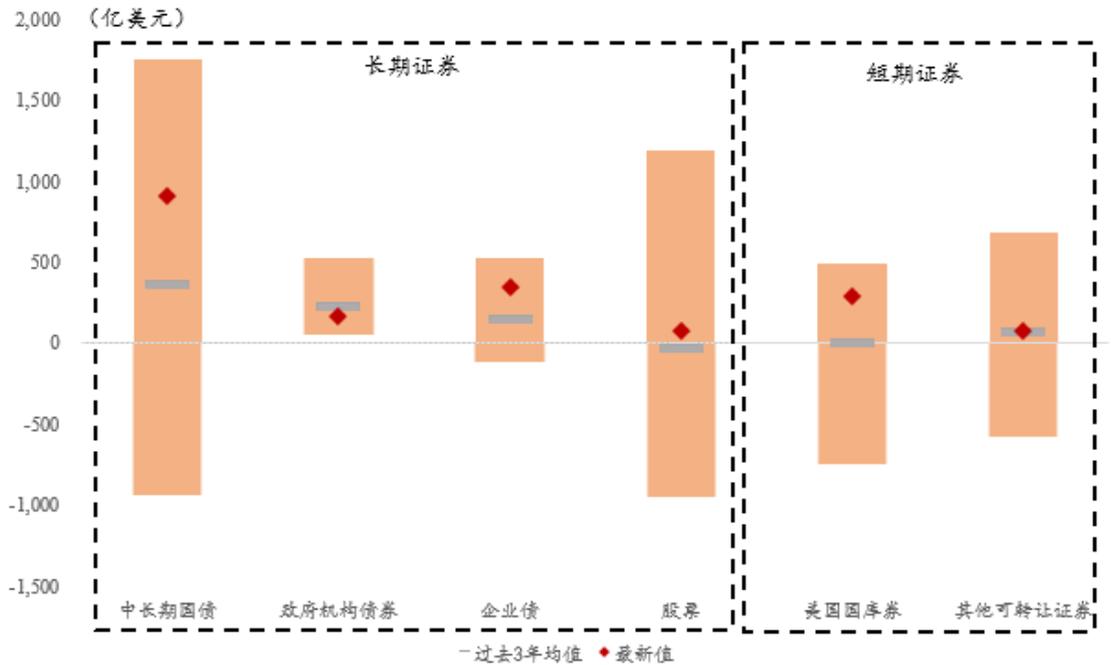
从趋势性变动来看，官方和私人外资在2023年前11个月分别累计净买入了1140亿和7965亿美元的证券资产。从证券资产项目来看，2023年11月各细分资产均录得净流入，其中：美国国债录得净流入1201亿美元，为连续19个月录得净流入；美股录得79亿小幅净流入，结束了此前连续2月的净流出。相较过去36个月的波动范围和均值(见图表6)，11月份外资对美国国债和企业债的热情是较高的，而对政府机构债、股票以及短期证券中的“其它可转让证券”的净买入量则同历史均值大致相等。

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)	2023/11	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	2,420	-462	-571	1,677	1,204	1,245	-1,636	-234	733	333	
		月度证券资产:净额	2,047	-624	-224	1,254	903	2,184	-468	569	1,073	622	
	长期证券	中长期国债:净额	1,233	741	-307	270	200	367	36	697	509	299	
		政府机构债券:净额	209	4	224	129	71	146	42	109	52	108	
		企业债:净额	314	10	154	456	137	9	431	101	320	395	
		股票:净额	65	-663	-93	-6	208	1,038	-381	-390	215	173	
	长期证券_净额总计			1,821	92	-22	849	615	1,560	129	517	1,097	975
	短期证券	短期美国国库券:净额	180	-258	279	378	291	659	-208	-240	15	182	
		其它可转让证券:净额	46	-457	-481	27	-3	-36	-389	292	-39	-536	
		短期证券_净额总计		226	-716	-202	405	288	624	-597	53	-24	-354
	短期证券_净额总计			183	-160	-56	-68	-119	252	-28	437	252	729
	官方	总量	月度国际资本流动:净额	-190	-259	-76	36	86	405	404	167	286	647
			月度证券资产:净额	-323	-201	157	-53	-235	261	268	355	52	475
长期证券		中长期国债:净额	-46	55	2	11	18	124	56	14	140	26	
		政府机构债券:净额	27	18	8	74	4	13	21	-5	64	-9	
		企业债:净额	15	-119	-159	16	76	151	39	-3	63	127	
		股票:净额	-327	-246	9	47	-137	549	383	360	320	619	
长期证券_净额总计			112	3	-33	12	185	-163	31	-209	-47	73	
短期证券		短期美国国库券:净额	25	-16	-51	-23	39	19	-10	16	13	-46	
		其它可转让证券:净额	137	-12	-84	-11	223	-144	20	-194	-34	28	
		短期证券_净额总计		137	-12	-84	-11	223	-144	20	-194	-34	28
短期证券_净额总计			137	-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	2,602	-622	-627	1,609	1,085	1,498	-1,664	203	985	1,063
			月度证券资产:净额	1,857	-882	-300	1,291	990	2,589	-64	736	1,359	1,268
	长期证券	中长期国债:净额	910	540	-150	217	-35	628	304	1,052	562	774	
		政府机构债券:净额	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134	
		企业债:净额	341	28	162	530	141	22	452	96	385	386	
		股票:净额	79	-781	-253	9	284	1,189	-342	-394	278	300	
	长期证券_净额总计			1,494	-155	-14	896	478	2,109	512	877	1,594	
	短期证券	短期美国国库券:净额	291	-255	247	390	476	496	-177	-449	-32	255	
		其它可转让证券:净额	71	-473	-533	4	35	-16	-399	308	-27	-581	
		短期证券_净额总计		362	-728	-286	395	511	480	-576	-141	-58	-326
	短期证券_净额总计			362	-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

2023年11月，“恰到好处”的美国经济数据推动市场展开“软着陆”交易，资产价格普涨；套息空间略有收窄但仍处高位，吸引私人外资持续涌入美债；美股亮眼表现则推动外资重新净买入美股。

2023年11月，美国公布的经济数据整体呈现出所谓的“金发女孩”(Goldilocks)特征，一方面通胀持续降温，劳动力市场持续“再平衡”，另一方面经济活动的放缓并没有出现失速的迹象，金融风险也并不显著。具体来看，11月初公布的10月就业市场数据显示劳动力市场“再平衡”的速度略超预期：10月非农新增就业岗位(初值)15万人，低于前值33.6万人以及市场预期的17.5万人；失业率为3.9%，高于前值和市场预期的3.8%(具体分析请参考2023年11月5日的报告《大类资产交易周报：“坏消息”仍然好消息》)。11月中旬公布的10月CPI数据则显示通胀压力超预期缓和：10月美国CPI同比增速由9月的3.7%下降至3.2%，低于市场预期的3.3%；核心CPI同比增速则由9月的4.1%回落至4.0%，低于市场预期的4.1%(具体分析请参考2023年11月15日的报告《美国10月CPI点评：通胀低于预期，紧缩担忧缓和》)。11月公布的零售、景气指数等经济活动数据也并未显示出美国经济存在快速恶化的迹象：10月零售录得环比增速由9月的0.7%回落至-0.1%，高于市场预期的-0.3%；11月标普制造业PMI由10月的50回落至49.4，略微弱于市场预期的49.9，连续数月处于震荡态势。另一方面，一系列衡量金融条件的指数(例如高盛金融条件指数和芝加哥联储金融条件指数)在11月也都进一步走向宽松，显示金融风险趋缓。

在上述经济数据背景下，市场对于美联储持续收紧货币政策的担忧有所缓和，11月全球市场由10月资产普跌的“紧缩交易”转换至资产普涨的“软着陆”交易(见图表7)。具体来看，相较10月末的数据，11月末的美债曲线整体显著下移，且中长端收益率下行幅度显著高于短端：6个月和12个月期限的短期国库券收益率分别下降约17和33个基点，同期5年期和10年期国债收益率则分别走低约43和51个基点。尽管11月美债收益率曲线的下移使得套息交易利差边际收窄，但在主要经济体通胀持续回落和其它主要央行并未显著走鹰的背景下，套息空间整体仍处于近期的较高水平(见图表8)，这可能有助于解释私人外资对于美债的持续青睐。与此同时，11月全球风险资产整体表现亮眼，美国三大股指均上涨约10%。考虑到外资在净买卖美股上呈现“追涨杀跌”特征(见图表9)，外资在美股大涨的11月重新开始净买入美股并不让人意外。

图表 7. 2023 年 11 月全球主要大类资产变动

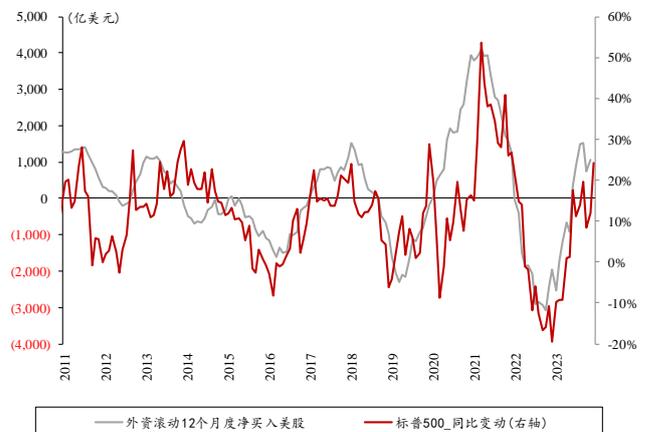
全球主要金融资产指标		2023年11月 末资产价格	2023年10月 末资产价格	11月价格 变动
风险资产	比特币	37751	34651	8.9%
	标准普尔500指数	4568	4194	8.9%
	道琼斯工业平均指数	35951	33053	8.8%
	纳斯达克综合指数	14226	12851	10.7%
	日经225指数	33487	30859	8.5%
	LME铜期货	8332	8038	3.7%
	上海深圳沪深300指数	3496	3573	-2.1%
	标普/澳证 200指数	7087	6781	4.5%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1236	1121	10.3%
	创业板指数	1923	1968	-2.3%
	韩国KOSPI指数	2535	2278	11.3%
	欧元区斯托克50价格指数	3983	3812	4.5%
	恒生科技指数	3900	3759	3.7%
	香港恒生指数	17043	17112	-0.4%
	富时100指数	7454	7322	1.8%
	全球高收益债利差	4.6%	5.2%	59
	全球投资级企业债利差	1.2%	1.4%	20
	小麦期货(CBT)	598	556	7.5%
	布伦特原油	81	89	-9.2%
	纽交所天然气期货	2.81	3.61	-22.2%
	美元兑日元	148.20	152	-2.3%
	美元兑英镑	0.7921	0.8232	-3.8%
	美元兑离岸人民币	7.1444	7.3426	-2.7%
	金价	2035	1997	1.9%
美元兑欧元	0.9185	0.9456	-2.9%	
美元指数即期汇率	103.5	107	-3.0%	
10年期德国国债收益率	2.45%	2.80%	35	
10年期美国国债收益率	4.37%	4.88%	51	
10年期中国国债收益率	2.67%	2.69%	3	
避险资产				

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. 私人外资滚动 12 个月累计买入美债 vs 套息交易拟合 (不考虑外汇对冲)



图表 9. 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 * “套息交易拟合”包括美国 10 年期国债收益率同德国、英国、日本的 10 年期国债收益率差值

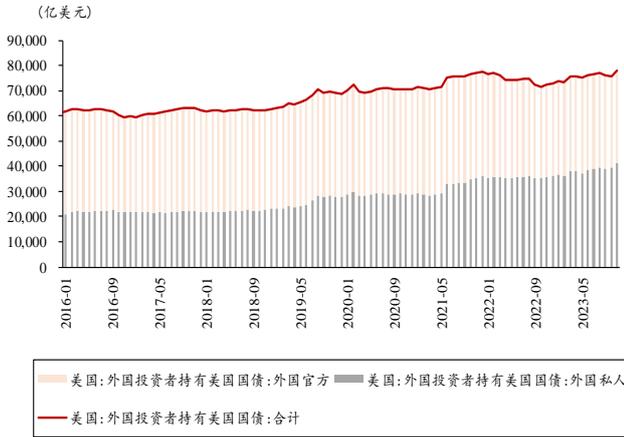
资料来源：彭博，中银证券

二、估值回暖和净买入共同推升外资美债仓位：欧日英增持，中资减持

2023年11月，外资美债持仓市值增加约2400亿美元，正估值效应和净买入各贡献约一半；受益于私人外资大幅净买入，2023年前11个月外资美债持仓市值增加约5200亿美元。

从存量角度看，11月末，外资持有的美国国债市值为约7.81万亿美元（官方和私人外资持仓大致相等，见图表10），较10月末的7.57万亿美元增加2433亿美元。其中，据估算，正估值效应约1232亿美元，而净买入贡献了1201亿美元（见图表12）。从美债市场占比来看，外资占比虽然由10月的28.47%小幅上升至11月的29.09%，但整体并未打破2014年以来震荡回落的趋势（见图表11）。从交易净额角度看，在11月外资净买入中，官方外资净卖出了211亿美元，而私人外资净买入了1412亿美元（见图表13）。从年初以来的变动看，2023年前11个月，外资持仓的美债市值增加了5183亿美元。其中，官方外资累计净买入了367亿美元，较上年同期2013亿美元的净卖出明显改善；私人外资累计净买入了6078亿美元，较上年同期8539亿美元的净买入下降约29%；私人 and 官方合计净买入6445亿美元，较上年同期6526亿美元的净买入下降约1%，负估值效应为1262亿美元，上年同期负估值效应为约1.1万亿美元。从不同属性的外资的交易特征看，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



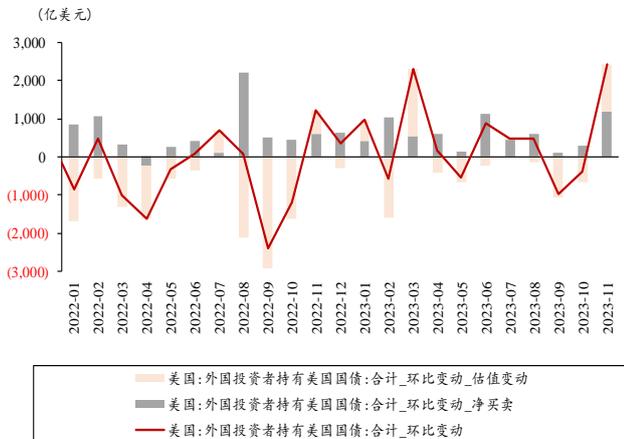
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 外资持仓美债市值占全市场比重



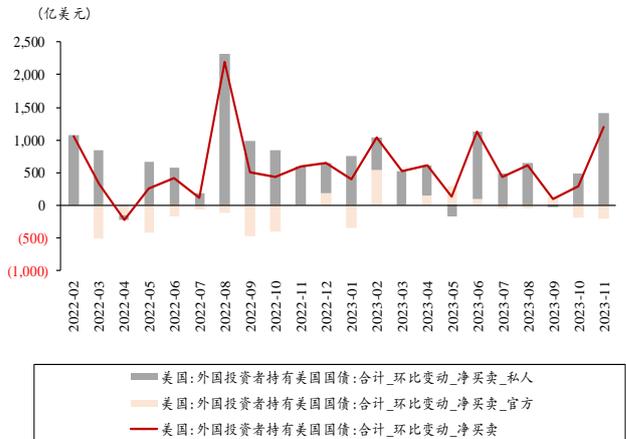
资料来源：万得，中银证券

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

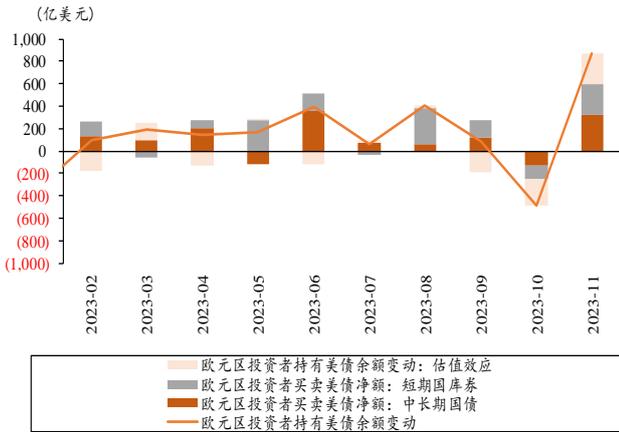
2023 年 11 月，欧元区、英国和日本净买入美国国债，但中资净卖出。

11 月，欧元区持仓美债市值增加 869 亿美元至约 1.56 万亿美元，其中正估值效应为 275 亿美元，净买入 594 亿美元（短期和中长期国债大致各占一半），净买入金额为近期最高（见图表 16）；英国持仓美债市值增加 232 亿美元至 7162 亿美元，其中正估值效应为 69 亿美元，净买入 163 亿美元（净买入中长期债券，小幅净卖出短期债券），净买入金额较 10 月的 261 亿美元有所收窄（见图表 17）；中资投资者持仓美债市值增加 123 亿美元至 7820 亿美元，其中正估值效应为 248 亿美元，净卖出 150 亿美元（净卖出中长期债券，小幅净买入短期债券），逆转了 10 月小幅净买入的情况（见图表 18）；日本持仓美债市值增加 293 亿美元至约 1.13 万亿美元，其中正估值效应 266 亿美元，净买入 27 亿美元（以净买入短期债券为主），较 10 月 223 亿美元的净买入额大幅下降（见图表 19）。

2023 年 11 月，中资机构净卖出美债和政府机构债，但继续净买入企业债并重新净买入美股；11 月末持仓美债和政府机构债上升至 1.04 万亿美元，持仓企业债上升至 190 亿美元，持仓美股上升至 3075 亿美元，但不改全年净减持美国中长期证券资产的基本趋势。

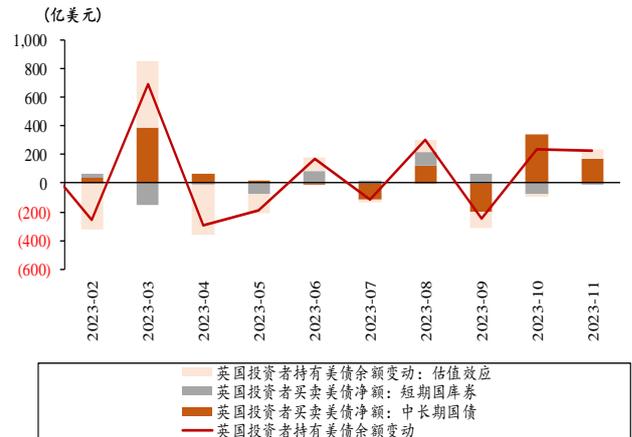
从交易角度看，中资投资者在 11 月合计净卖出 145 亿美元的美债和政府机构债，逆转了 10 月 65 亿美元的净买入，2023 年前 11 个月累计净卖出 371 亿美元，显著弱于 2022 年同期 1094 亿美元的净买入；11 月净买入 2 亿美元的企业债，为连续第 6 个月持续小幅增持；11 月净买入 2 亿美元的美股，逆转了此前连续 4 个月的净卖出，2023 年前 11 个月累计净卖出 163 亿美元，较上年同期 36 亿美元的净卖出有所扩大。从持仓角度来看，截至 11 月末，中资投资者持有 7820 亿美元的美债，2625 亿美元的政府机构债，二者共计约 1.04 万亿美元，环比上升 221 亿美元（其中正估值效应估算为 365 亿美元），较 2022 年末下降 743 亿美元（其中负估值效应估算为 589 亿美元）；持有企业债 190 亿美元，环比上升 6 亿美元（其中正估值效应估算为 4 亿美元），较 2022 年末减少 11 亿美元（其中负估值效应估算为 16 亿美元）；持有美股 3075 亿美元，环比上升 229 亿美元（其中正估值效应估算为 227 亿美元），较 2022 年末增加 371 亿美元（其中正估值效应估算为 534 亿美元）（见图表 20）。从年初至今的变动看，2023 年前 11 个月，中资投资者合计持有的美国中长期证券资产余额由 2022 年末的约 1.40 万亿美元下降 411 亿美元至约 1.36 万亿美元，其中净卖出 557 亿美元，上年同期为净买入 1088 亿美元，正估值效应为 146 亿美元，上年同期负估值效应为 2284 亿美元。

图表 16. 欧元区美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



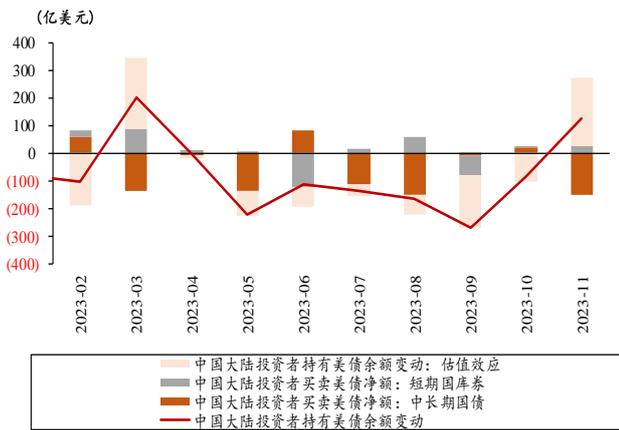
资料来源：彭博，中银证券

图表 17. 英国美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



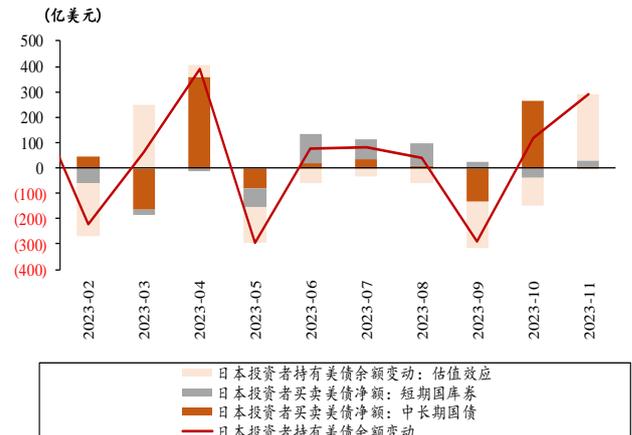
资料来源：彭博，中银证券

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)	2023/11	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	586	354	526	620	681	686	798	393	655	487
		政府机构债券	22	16	21	19	18	19	21	22	34	23
		企业债	5	3	3	5	5	7	10	9	7	8
		股票	139	133	146	160	123	150	142	109	133	145
	买入	中长期国债	436	373	516	471	569	767	662	383	517	547
		政府机构债券	2	61	32	6	22	117	62	10	145	15
		企业债	6	5	5	6	8	7	9	5	10	5
		股票	141	105	114	109	114	151	121	90	136	136
	交易净额	中长期国债	-150	19	-10	-149	-112	81	-137	-10	-138	60
		短期国库券	26	1	-69	56	15	-121	4	12	86	23
		美国国债	-125	20	-79	-93	-97	-40	-133	2	-52	83
		政府机构债券	-20	45	11	-13	4	98	41	-12	111	-8
	期末持仓	企业债	2	2	2	1	3.1	0	-1	-3	3	-3
		股票	2	-28	-32	-51	-8.4	0	-21	-19	3	-9
		中长期国债	7,743	7,646	7,732	7,935	8,156	8,309	8,299	8,525	8,541	8,424
		短期国库券	76	51	49	119	62	47	168	164	152	66
美国国债		7,820	7,696	7,781	8,054	8,218	8,357	8,467	8,689	8,693	8,490	
政府机构债券	2,625	2,527	2,551	2,637	2,686	2,700	2,634	2,626	2,639	2,491		
企业债	190	184	183	188	193	201	198	200	201	195		
股票	3,075	2,847	2,937	3,101	3,200	3,103	2,901	2,919	2,911	2,815		

资料来源：万得，中银证券

三、主要结论

2023年11月，美国公布的经济数据整体呈现出“一切都恰到好处”的所谓的“金发女孩”(Goldilocks)特征。也即一方面通胀持续降温，劳动力市场持续“再平衡”，另一方面经济活动的放缓并没有出现失速的迹象，金融风险也并不显著。在这样的经济环境下，市场对于美联储持续收紧货币政策的担忧有所缓和，11月全球市场由10月资产普跌的“紧缩交易”转换至资产普涨的“软着陆”交易，美股和美债价格携手走高，美元走弱。在这样的市场背景下，外资结束了在9月和10月持续净抛售美国资产的局面，并重新转向大幅净买入。美国资产的各个分项在11月均录得净流入，其中证券项目中的国债连续19个月录得净流入，股票则由9月和10月的净流出转为小幅净流入。

2023年四季度以来，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，而这可能为未来美国通胀的持久韧性埋下伏笔。与此同时，包括“红海事件”在内的地缘冲突也为未来美国通胀路径增加了不确定性。而美国通胀走势的起伏仍然是目前影响金融市场走势的关键因素之一。金融资产价格的波动则会影响套息交易的空间、美股的表现以及市场对于美国资产的整体信任程度等，这些因素都是影响国际资本进出美国市场的关键。

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