

12月美国国际资本流动报告点评

全球美元荒缓解，美国股债均受外资青睐

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

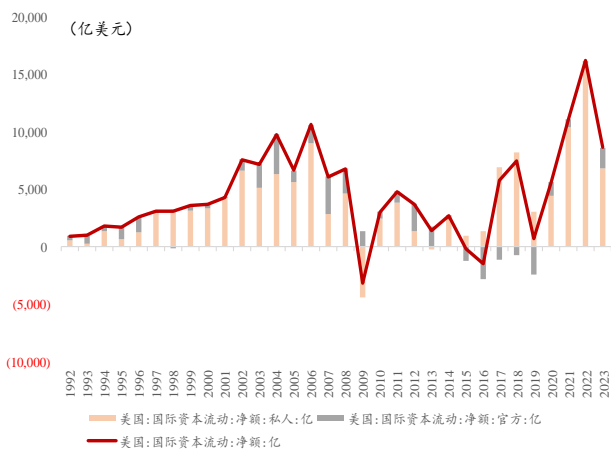
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

- **2023年外资净增持量略有下降但美债继续受到追捧，并将现金类资产转为证券类资产。**2023年美国录得国际资本（不含跨境直接投资）净流入8645亿美元，虽然较上年下降46.6%，但绝对规模仍排名史上第五位；其中，私人外资净流入6785亿美元，较上年减少57.4%，为连续第10年持续净流入；官方外资净流入1860亿美元，增长6.17倍，为连续第四年净流入。从TIC三大项目来看，2023年美国长期证券项目录得约1万亿美元净流入，较上年减少12.9%，绝对规模位居历史第二；短期证券项目由上年的净流入1943亿美元转为净流出1029亿美元，为2013年以来的首次年度净流出（主要是由于净减持其它可转让资产所致）；银行对外负债也由上年净流入2546亿美元转为净流出519亿美元，为2020年以来的首次年度净流出。从具体资产项目的净买卖来看，就美债投资的整体情况而言，外资持有美债余额80561亿美元，由上年减少4503亿转为增加7660亿美元，余额和增加额均创历史新高。其中，净买入美债6708亿美元，正估值效应952亿美元。私人 and 官方外资均净增持短期和中长期美债。就美股而言，私人 and 官方外资在2023年分别净买入607亿美元和291亿美元，逆转了上年分别净卖出2106亿美元和162亿美元的情形。就政府机构债而言，私人 and 官方外资在2023年分别净买入1199亿美元和401亿美元，分别较上年净买入规模下降15.3%和75.2%。就企业债而言，私人 and 官方外资在2023年分别净买入2812亿美元和230亿美元，分别较上年净买入规模增长90.9%和38.7%。
- **2023年欧英日净增持美债，中资继续减持美债并降低对美金融资产的风险暴露。**欧元区持有美国国债约1.60万亿美元，较上年末增加2051亿美元，其中净买入1798亿美元，净买入规模创历史新高，正估值效应为253亿美元。英国持有美国国债7537亿美元，较上年末增加1142亿美元，其中净买入1364亿美元，为连续第12年持续净买入，负估值效应为223亿美元。日本持有美国国债约1.14万亿美元，较上年末增加632亿美元，其中净买入266亿美元，正估值效应为366亿美元。中资持有美债余额8163亿美元，较上年末减少508亿美元，较上年少减70.7%，为连续第三年下降。其中，净卖出美债563亿美元，较上年增长3.69倍，为连续第三年净减持；正估值效应56亿美元，上年为负估值效应1612亿美元。2018~2023年，中资累计净买入中长期美国证券资产1976亿美元，相当于同期美方统计的美国对华累计（商品）贸易逆差的9.7%，较2012~2017年低了8.2个百分点。这表明过去六年来，中国投资者更少将对美贸易顺差再投资于美国。
- **2023年美国通胀走势是贯穿全年的宏观交易主线，3月金融风波造成扰动。**美股在2023年整体呈现出先走高，后回落，最后反弹的“N”型走势，外资对于美股的月度净买入也大致呈现出类似的变化。从趋势性变动来看，2023年外资对于美股的交易整体仍然显示出“追涨杀跌”的特征。美债中长端收益率在2023年整体呈现出先下后上，最后再次快速回落的节奏。2023年，套息交易空间仍显著影响私人外资对于美债的主动配置，而全球美元外储变动则显著影响官方外资对于美债的被动配置。未来数月，美国通胀数据与货币政策博弈仍可能延续，但在通胀不出现大幅反弹的情况下，其重要性或相对降低，市场或将更多注意力转移至美国经济增长以及企业盈利增速。
- **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、2023 年外资净增持量略有下降但美债继续受到追捧，并将现金类资产转为证券类资产

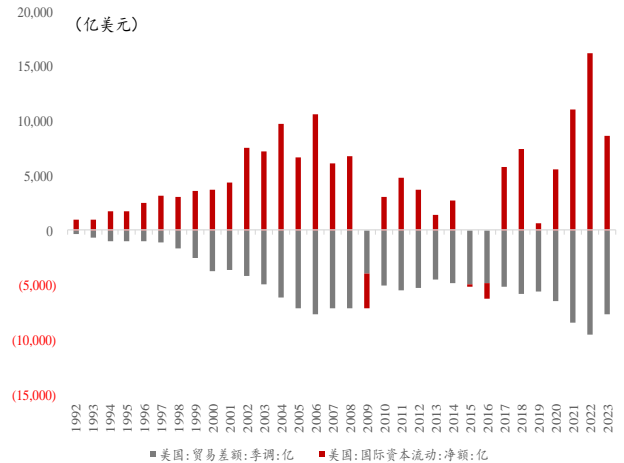
当地时间 2024 年 2 月 15 日，美国财政部发布了 2023 年 12 月份的国际资本流动(TIC)报告。至此，美国 2023 年全年的 TIC 数据均已公布。数据显示，2023 年美国录得国际资本(不含跨境直接投资)净流入 8645 亿美元，虽然较上年下降 46.6%，但绝对规模仍排名史上第五位；其中，私人外资净流入 6785 亿美元，较上年减少 57.4%，为连续第 10 年持续净流入；官方外资净流入 1860 亿美元，增长 6.17 倍，为连续第 4 年净流入(见图表 1)。资本回流保持强劲的同时，美国贸易赤字也仍然保持在高位。2023 年美国贸易逆差为 7734 亿美元，虽然较上年收窄 18.7%，但绝对规模仍排名史上第三位(见图表 2)。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。

图表 1. 美国国际资本流动年度情况：按交易主体划分



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 2. 美国国际资本年度流动 vs 贸易逆差



资料来源：彭博，万得，中银证券

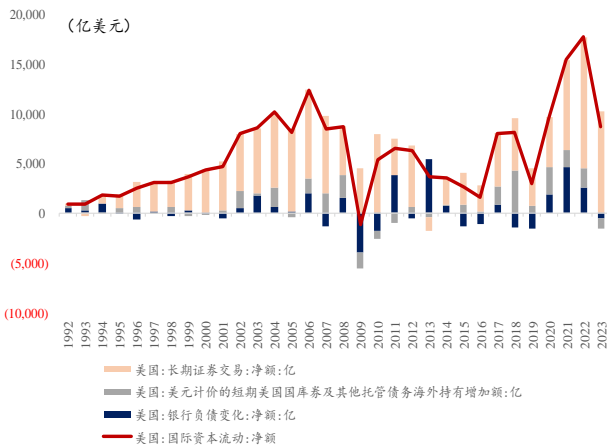
外资在 2023 年净减持现金类资产，净增持证券类资产。从 TIC 三大项目来看，2023 年美国长期证券项目录得约 1 万亿美元净流入，较上年减少 12.9%，绝对规模位居历史第二；短期证券项目由上年的净流入 1943 亿美元转为净流出 1029 亿美元，为 2013 年以来的首次年度净流出（主要是由于净减持其它可转让资产所导致的）；银行对外负债也由上年的净流入 2546 亿美元转为净流出 519 亿美元（见图表 3 和图表 4），为 2020 年以来的首次年度净流出。从宏观环境来看，进入 2023 年之后，随着通胀下行，美联储紧缩步伐放缓，全年累计加息四次、100 个基点，并自 9 月起连续跳过加息，12 月份更是暗示加息结束并将考虑降息。美联储紧缩预期缓解推动美债中长端收益率冲高回落，全年 3 个月和 1 年期美债收益率分别上升 98 和 6 个基点，10 年期美债收益率持平，2 年和 5 年期美债收益率分别回落 18 和 15 个基点，显示过去一年美债短端利率向上、长端利率总体往下。受益于美联储紧缩预期缓解，美元指数和美债收益率见顶回落，全球股债“双升”。与此同时，美国之外的其它主要经济体通胀也整体回落，并且其它主要央行并未显著走鹰。在这样的形势下，尽管美债中长端收益率的回落一定程度上压缩了套息交易空间，但套息交易利差（不考虑汇率对冲）仍处于近几年的较高水平。这可能有助于解释海外投资人在 2023 年选择净减持现金（银行负债）和类现金资产（短期证券资产中的其它可转让资产），而净买入证券类资产（长期证券以及短期证券中的美国国库券）的行为（见图表 5）。

图表 3. 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年全年	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1
30	21+22+29	美国:月度国际资本流动:净额 Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflow	8,645	1,398	2,233	-855	-409	1,538	1,364	956	-679	211	994	1,054	840
29		美国:银行负债变化:净额 Change in Banks' Own Net Dollar-Denominated Liabilities	-519	-194	900	84	-332	285	463	-616	-1,279	-679	-688	-130	1,668
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	-1,029	-9	335	-698	-251	327	759	-348	-576	-141	-58	-326	-44
21	19+20	美国:长期证券交易:净额 Net Foreign Acquisition of Long-Term Securities	10,288	1,602	997	-241	174	926	142	1,920	176	1,031	1,743	1,510	308
20		美国长期证券:其它方式净买入 Other Acquisitions of Long-Term Securities, net	-95	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3	0.01	-92
19	3+16	美国长期证券:净买入 Net Long-Term Securities Transactions	10,193	1,602	997	-241	174	926	142	1,920	176	1,031	1,741	1,510	216
16	14-15	美国:买入外国证券:净额** Foreign Securities, net U.S. sales	-634	182	-230	185	9	36	-377	-487	-325	146	318	-92	1
3	1-2	美国:买入美国证券:净额 Domestic Securities, net U.S. sale	10,921	1,420	1,228	-426	165	890	519	2,407	501	885	1,425	1,602	307
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	137,537	11,806	9,933	10,106	9,831	9,725	8,432	9,814	9,470	9,140	13,423	11,146	24,713
15		美国:向美国居民卖出外国证券总额 Gross U.S. Purchases of Foreign Securities	138,171	11,624	10,163	9,921	9,822	9,689	8,809	10,301	9,795	8,994	13,104	11,238	24,711
1		美国:国内证券总买入 Gross U.S. Sales of Domestic U.S. Securities	519,664	41,725	44,606	43,443	42,358	46,756	43,173	47,215	43,290	37,298	49,188	39,325	41,287
2		美国:国内证券总卖出 Gross U.S. Purchases of Domestic U.S. Securities	508,743	40,306	43,379	43,869	42,193	45,866	42,654	44,808	42,789	36,413	47,763	37,723	40,980

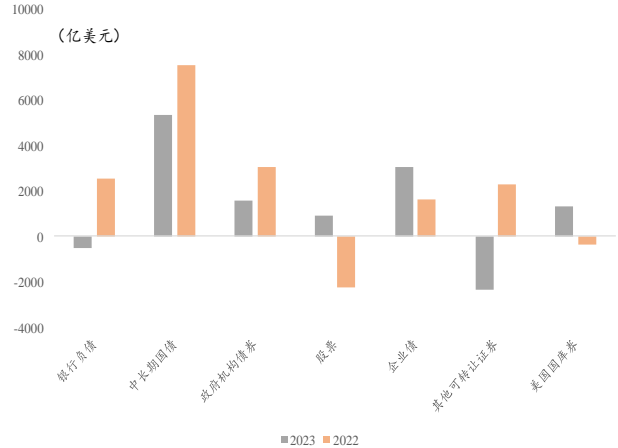
资料来源: 彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券 * 本报根据美国财政部月度 TIC 报告“TIC Monthly Reports on Cross-Border Financial Flows”报表改编, 项目编号和计算公式均沿用该报表原始数据, 英文项目名称翻译参考万得指标 **“美国:买入外国证券:净额”正值为美国投资人净卖出外国证券, 则意味着资金净流入美国, 负值则相反。

图表 4. 美国国际资本流动年度情况: 按主要项目划分



资料来源: 彭博, 万得, 中银证券

图表 5. 美国主要资本项目净流入情况: 2023 vs 2022



资料来源: 彭博, 万得, 中银证券

从具体资产项目的净买卖来看(见图表 6), 就美债投资的整体情况而言, 不同于 2022 年的量增价减(或明减实增), 2023 年外国投资者(以下简称外资)持有美债是量价齐升。截至 2023 年底, 外资持有美债余额 80561 亿美元(见图表 7), 由上年减少 4503 亿转为增加 7660 亿美元, 余额和增加额均创历史新高。其中, 净买入美债 6708 亿美元, 较上年少增 6.4%, 但规模排名史上第三, 仅次于 2008 年(7724 亿美元)和 2022 年(7166 亿美元), 贡献了外资美债持有增加额的 87.6%; 受益于美债收益率整体回落, 正估值效应 952 亿美元, 上年受累于美债收益率全面飙升录得负估值效应 11669 亿美元。

值得指出的是, 2023 年最后两个月, 外资持有美债余额止跌反弹, 每月新增 2400 多亿美元, 并非完全是由于外资大幅净增持美债, 而是因为美债收益率全面加速下行。同期, 3 个月、1 年、2 年、5 年和 10 年期美债收益率较 10 月底分别回落了 19、65、84、98 和 100 个基点。这产生了累计 3376 亿美元的正估值效应, 贡献了同期外资持有美债增加额的 68.7%。

从美债投资的期限结构来看，2023 年外资双双净增持中长期和短期美债，上年为一增一减。截至 2023 年底，外资持有中长期美债余额 69734 亿美元，占到外资美债持有额的 86.0%，较上年回落 0.4 个百分点；全年持有额增加 6334 亿美元，上年为减少 4129 亿美元。其中，净买入中长期美债 5382 亿美元，较上年少增 28.6%；正估值效应 952 亿美元，上年为负估值效应 11669 亿美元。同期，外资持有美国短期国库券余额 10827 亿美元，较上年底增加 1327 亿美元，上年为净卖出 374 亿美元（美国短期国库券买卖假定估值效应为零）。这反映因 2023 年美债长端利率回落快于短端，外国投资者改变了上年“锁短买长”的策略，增加了对美国短期国库券的购买。

从美债的投资主体看，2023 年私人 and 官方外资也是双双净增持美债，而非上年的一增一减。截至 2023 年底，私人外资持有美债余额 42683 亿美元，占到外资持有美债余额的 53.0%，较上年提高了 3.3 个百分点，占比为 2013 年有数据以来新高；全年持有额增加 6461 亿美元，上年为减少 5 亿美元。其中，净买入美债 6041 亿美元，较上年少增 32.8%；正估值效应 420 亿美元，上年为负估值效应 8994 亿美元。同期，官方外资持有美债余额 37878 亿美元，较上年底增加 1199 亿美元，上年为减少 4498 亿美元。其中，净买入美债 668 亿美元，上年为净减持 1822 亿美元，结束了连续九年净减持局面，反映随着 2023 年美联储紧缩步伐放缓，美元虹吸效应减弱，其他央行外汇干预压力减轻；正估值效应 532 亿美元，上年为负估值效应 2676 亿美元。官方外资的正估值效应好于私人外资，主要是因为官方外资中长期美债持有占比不到 7%，而私人外资占比高达 20% 左右，前者受益于长端美债收益率下行更多。不过，因为连续三年净买入，私人外资持有美债余额终于超过官方外资。

图表 6. 私人 and 官方外资净买入美国主要证券资产数据总览

海外投资者类别	投资项目类别	项目(亿美元)	2023年全年	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2	2023/1
私人	总量	月度国际资本流动:净额	6,785	941	2,089	-721	-285	1,600	1,398	910	-1,651	-232	736	319	1,680
	长期证券	中长期国债:净额	4,826	77	1,047	466	-136	261	238	370	36	697	509	299	960
		政府机构债券:净额	1,199	54	209	4	224	129	71	146	42	109	52	108	49
		企业债:净额	2,812	217	314	10	154	456	137	257	419	101	320	395	31
		股票:净额	607	667	1	-663	-91	-9	207	1,070	-380	-388	217	175	-201
	长期证券_净额总计		9,444	1,016	1,572	-183	151	838	653	1,843	117	519	1,099	978	840
	短期证券	短期美国国库券:净额	1,214	141	180	-258	279	378	193	758	-208	-240	15	182	-206
		其它可转让证券:净额	-2,192	-213	39	-449	-372	-41	261	-740	-389	292	-39	-536	-5
		短期证券_净额总计		-978	-73	219	-707	-93	337	454	17	-597	53	-24	-354
	官方	总量	月度国际资本流动:净额	1,860	458	144	-134	-125	-61	-34	46	-28	442	258	734
长期证券		中长期国债:净额	555	261	-323	-201	157	-53	-235	261	268	355	52	475	-461
		政府机构债券:净额	401	-8	-46	55	2	11	18	124	56	14	140	26	10
		企业债:净额	230	21	27	18	8	74	4	13	21	-5	64	-9	-7
		股票:净额	291	130	-3	-115	-154	21	79	166	39	2	69	132	-75
长期证券_净额总计		1,478	404	-345	-243	14	52	-134	563	384	366	326	624	-533	
短期证券		短期美国国库券:净额	113	40	112	3	-33	12	162	-141	31	-209	-47	73	109
		其它可转让证券:净额	-164	24	4	6	-125	-22	143	-224	-10	16	13	-46	58
		短期证券_净额总计		-51	64	116	9	-158	-10	305	-365	20	-194	-34	28
私人+官方		总量	月度国际资本流动:净额	8,645	1,398	2,233	-855	-409	1,538	1,364	956	-1,679	211	994	1,054
	长期证券	中长期国债:净额	5,382	338	724	266	21	208	3	631	304	1,052	562	774	499
		政府机构债券:净额	1,600	46	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134	59
		企业债:净额	3,042	238	341	28	162	530	141	270	440	96	385	386	24
		股票:净额	898	797	-2	-778	-245	12	287	1,236	-341	-386	286	308	-275
	长期证券_净额总计		10,921	1,420	1,228	-426	165	890	519	2,407	501	885	1,425	1,602	307
	短期证券	短期美国国库券:净额	1,327	180	292	-255	247	390	355	617	-177	-449	-32	255	-97
		其它可转让证券:净额	-2,356	-189	43	-443	-498	-63	404	-964	-399	308	-27	-581	53
		短期证券_净额总计		-1,029	-9	335	-698	-251	327	759	-348	-576	-141	-58	-326

资料来源: 彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券

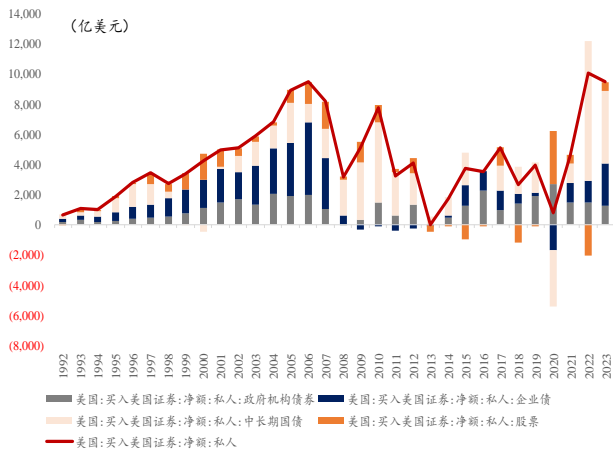
图表 7. 外资交易和持有美国主要证券资产数据总览

经济体/地区	交易方向	项目(亿美元)	2023/12	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	18,756	22,745	24,220	22,983	25,388	25,095	24,979	23,748	19,707	25,242	19,537
		政府机构债券	497	690	681	554	536	482	551	777	663	800	628
		企业债	1,679	1,719	1,644	1,541	1,505	1,684	1,870	1,799	1,688	2,151	1,952
	买入	股票	19,373	18,226	17,324	17,116	18,436	15,392	17,408	16,465	14,356	19,570	15,606
		中长期国债	19,094	23,469	24,485	23,004	25,596	25,098	25,610	24,052	20,759	25,804	20,311
		政府机构债券	544	854	739	780	677	570	821	875	786	993	762
	交易净额	企业债	1,917	2,060	1,672	1,704	2,035	1,825	2,140	2,239	1,784	2,535	2,338
		股票	20,170	18,224	16,546	16,871	18,449	15,679	18,644	16,124	13,970	19,856	15,914
		中长期国债	338	724	266	21	208	3	631	304	1,052	562	774
		短期国库券	181	292	-255	247	390	355	617	-177	-449	-32	256
		美国国债	519	1,016	11	268	598	358	1,248	127	603	530	1,030
		政府机构债券	46	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134
		企业债	238	341	28	162	530	141	270	440	96	385	386
	期末持仓	股票	797	-2	-778	-245	12	287	1,236	-341	-386	286	308
		中长期国债	69,734	67,438	65,296	65,432	66,652	66,569	66,570	66,193	66,566	65,943	63,627
		短期国库券	10,827	10,646	10,354	10,609	10,362	9,972	9,617	9,000	9,177	9,626	9,658
		美国国债	80,561	78,084	75,650	76,041	77,014	76,541	76,187	75,193	75,743	75,569	73,285
		政府机构债券	14,232	13,659	12,971	13,137	13,130	13,049	12,699	12,779	12,779	12,439	12,372
		企业债	43,940	42,212	40,138	40,591	41,521	41,347	41,048	40,640	40,728	40,317	39,250
		股票	146,447	139,593	129,701	133,323	139,036	140,920	136,539	128,592	127,985	127,353	124,212
	美国国债持仓占全市场比例	29.9%	29.1%	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	29.0%	29.2%	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

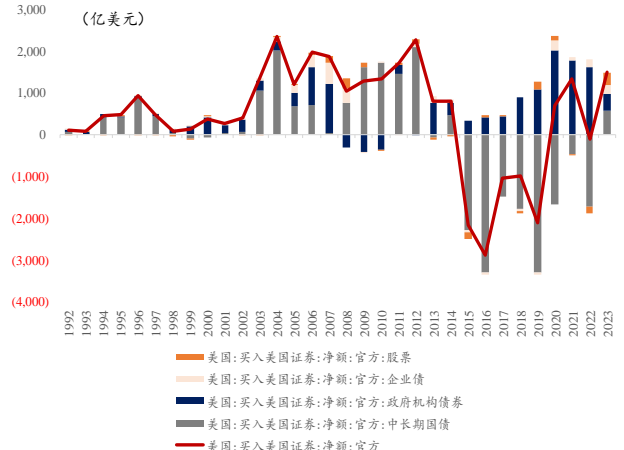
就股票而言，私人 and 官方外资在 2023 年分别净买入 607 亿美元（见图表 8）和 291 亿美元（见图表 9），逆转了上年分别净卖出 2106 亿美元和 162 亿美元的情形。其中，官方外资净买入规模创历史新高。考虑到美股在 2022 年的大跌（标普 500 指数在 2022 年下跌 19.4%）以及在 2023 年的反弹（标普 500 指数在 2023 年上涨 24.2%），私人 and 官方外资在 2023 年重新净买入美股并不令人意外。就政府机构债而言，私人 and 官方外资在 2023 年分别净买入 1199 亿美元和 401 亿美元，分别较上年净买入规模下降 15.31% 和 75.24%。其中，私人外资为连续第 10 年持续净买入，官方外资为连续第 11 年持续净买入。政府机构债净买入规模在 2023 年的回落与同期中长期国债净买入规模的回落是类似的，在一定程度上或反映了套息空间的收窄。就企业债而言，私人 and 官方外资在 2023 年分别净买入 2812 亿美元和 230 亿美元，分别较上年净买入规模增长 90.92% 和 38.67%。其中，私人外资为连续第 3 年持续净买入，官方外资为连续第 4 年持续净买入。同企业债净买入规模显著增长相呼应的是，2023 年美银美国高收益 BB 级企业债期权调整利差缩窄 103 个基点，而其在 2022 年则是扩大 97 个基点，显示随着市场对美国经济走势预期有所改善，企业信用债的风险溢价在 2023 年也出现大幅回落。

图表 8. 私人外资净买入美国中长期资产的年度变动



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 9. 官方外资净买入美国中长期资产的年度变动

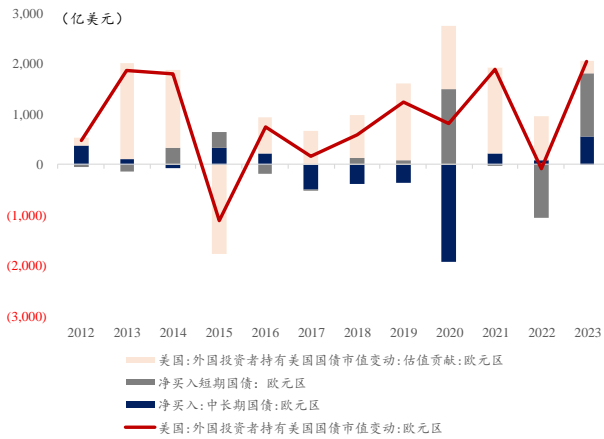


资料来源：彭博，万得，中银证券

二、2023 年欧英日净增持美债，中资继续减持美债并降低对美金融资产的风险暴露

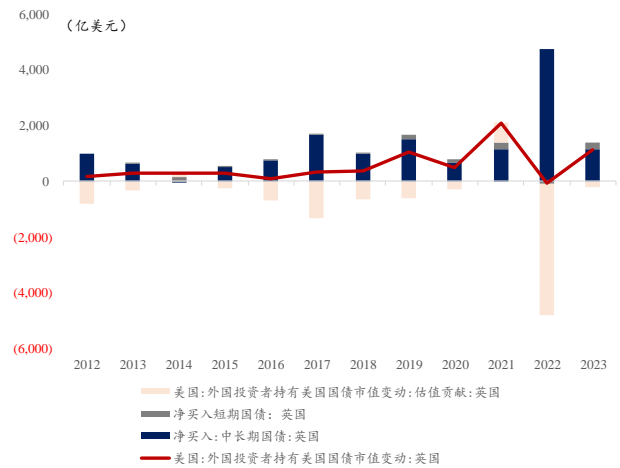
2023 年欧英日均净增持中长期和短期美债。从美债持仓的主要国别和地区来看，截至 2023 年末，欧元区持有美国国债约 1.60 万亿美元，较上年末增加 2051 亿美元（见图表 10），其中净买入 1798 亿美元，净买入规模创历史新高，正估值效应为 253 亿美元。从期限结构上来看，欧元区在 2023 年净买入中长期国债 557 亿美元，较上年净买入规模扩大约 6 倍，净买入短期国库券 1241 亿美元，逆转了上年净卖出 1054 亿美元的情况。截至 2023 年末，英国持有美国国债 7537 亿美元，较上年末增加 1142 亿美元（见图表 11），其中净买入 1364 亿美元，为连续第 12 年持续净买入，负估值效应为 223 亿美元。从期限结构上来看，英国在 2023 年净买入中长期国债 1144 亿美元，较上年净买入规模收窄 75.9%，净买入短期国库券 221 亿美元，逆转了上年净卖出 98 亿美元的情况。截至 2023 年末，日本持有美国国债约 1.14 万亿美元，较上年末增加 632 亿美元（见图表 12），其中净买入 266 亿美元，正估值效应为 366 亿美元。从期限结构上来看，日本在 2023 年分别净买入中长期国债和短期国库券 195 亿美元和 70 亿美元，逆转了上年在两个项目中分别净卖出 1273 亿美元和 78 亿美元的情况。

图表 10. 欧元区美债持仓年度变动：估值效应和净买卖



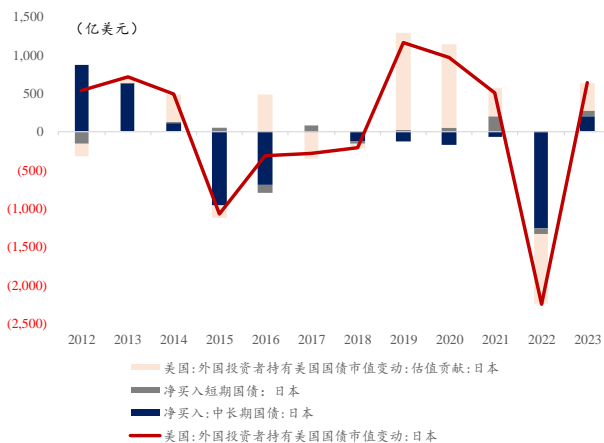
资料来源：彭博，中银证券

图表 11. 英国美债持仓年度变动：估值效应和净买卖



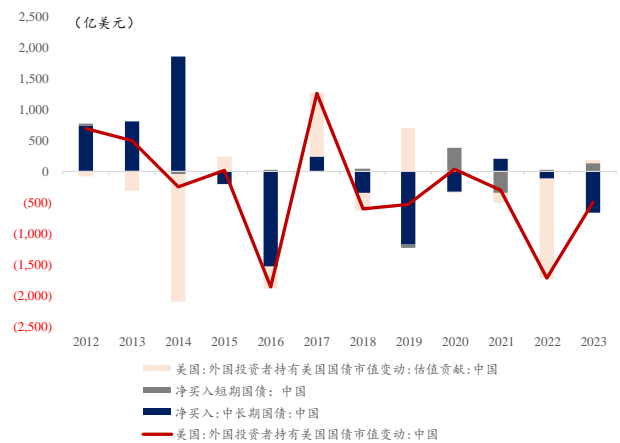
资料来源：彭博，中银证券

图表 12. 日本美债持仓年度变动：估值效应和净买卖



资料来源：彭博，中银证券

图表 13. 中国美债持仓年度变动：估值效应和净买卖



资料来源：彭博，中银证券

2023 年中资继续减持美债并降低对美金融资产的风险暴露。截至 2023 年底，中国投资者（以下简称中资）持有美债余额 8163 亿美元，较上年底减少 508 亿美元（见图表 13），较上年少减 70.7%，为连续第三年下降。其中，净卖出美债 563 亿美元，较上年增长 3.69 倍，为连续第三年净减持；正估值效应 56 亿美元，上年为负估值效应 1612 亿美元。

从投资品种看，截至 2023 年底，中资持有中长期美债余额 7996 亿美元（见图表 14），占到中资美债持有额的 98.0%，占比较上年底回落了 1.5 个百分点，较同期全球平均水平高出 11.4 个百分点；全年持有额减少 627 亿美元，较上年少减 63.9%。其中，净卖出中长期美债 682 亿美元，较上年增长 4.42 倍；正估值效应 56 亿美元，上年为负估值效应 1612 亿美元。同期，中资持有美国短期国库券余额 167 亿美元，较上年增加 119 亿美元，远多于上年增加 6 亿美元的规模。

图表 14. 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)	2023/12	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	331	586	354	526	620	681	686	798	393	655	487
		政府机构债券	15	22	16	21	19	18	19	21	22	34	23
		企业债	4	5	3	3	5	5	7	10	9	7	8
		股票	164	141	133	146	160	123	150	142	109	133	145
	买入	中长期国债	304	436	373	516	471	569	767	662	383	517	547
		政府机构债券	1	2	61	32	6	22	117	62	10	145	15
		企业债	4	6	5	5	6	8	7	9	5	10	5
		股票	133	139	105	114	109	114	151	121	90	136	136
	交易净额	中长期国债	-26	-150	19	-10	-149	-112	81	-137	-10	-138	60
		短期国库券	90	26	1	-69	56	14	-119	4	12	86	23
		美国国债	64	-125	20	-79	-93	-98	-38	-133	2	-52	83
		政府机构债券	-14	-20	45	11	-13	4	98	41	-12	111	-8
		企业债	0	2	2	2	1.1	3	0	-1	-3	3	-3
		股票	-31	-1	-28	-32	-51.2	-9	1	-21	-19	3	-9
	期末持仓	中长期国债	7,996	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	167	76	51	49	119	62	49	168	164	152	66
		美国国债	8,163	7,820	7,696	7,781	8,054	8,218	8,358	8,467	8,689	8,693	8,490
		政府机构债券	2,715	2,625	2,527	2,551	2,637	2,686	2,698	2,634	2,626	2,639	2,491
		企业债	196	190	184	183	188	193	189	198	200	201	195
		股票	3,174	3,057	2,840	2,930	3,081	3,180	3,083	2,901	2,900	2,892	2,796

资料来源：万得，中银证券

需要指出的是，2023 年最后两个月，中资持有美债余额连续止跌反弹，这并非中资重新大幅增持美债，而主要是因为美债收益率下行产生的正估值效应。同期，中资持有美债余额累计增加 467 亿美元，其中，净卖出美债 61 亿美元（11 和 12 月份分别为净卖出 125 亿和净买入 64 亿美元），正估值效应 528 亿美元，后者贡献了同期中资美债持有增加额的 113%。

此外，2021 年以来，中资连续三年净减持美债。但由于中资自 2011 年起持续净增持美国机构债、自 2020 年起持续净增持美国企业债、自 2021 年起持续净减持美国公司股票，故 2021 和 2022 年中资仍分别累计净买入中长期美国证券资产（含美国短期国库券，下同）608 亿和 1093 亿美元。2023 年，中资分别净卖出美债和美国公司股票 563 亿和 197 亿美元，分别净买入美国机构债和企业债 243 亿和 6 亿美元。因后二者合计净买入量不及前两者净卖出额，故同期中资累计净卖出中长期美国证券资产 512 亿美元。

2018~2023 年，中资累计净买入中长期美国证券资产 1976 亿美元，相当于同期美方统计的美国对华累计（商品）贸易逆差的 9.7%，较 2012~2017 年低了 8.2 个百分点。这表明过去六年来，中国投资者更少将对美贸易顺差再投资于美国，同时也意味着中国对美金融资产的风险暴露降低。

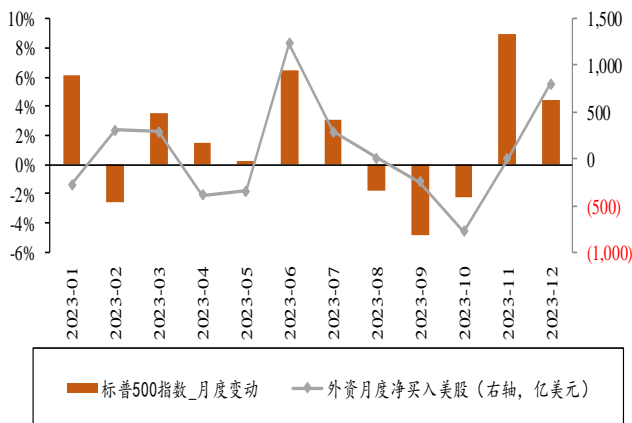
国家外汇管理局披露的分国别/地区的中国（民间）对外证券投资资产（不含官方国际储备资产运用）统计数据也反映了前述发展趋势。最新统计数据显示，截至 2023 年 6 月底，中国对美证券投资资产余额 2379 亿美元，较 2017 年底增长 63.8%。其中，股本证券投资资产余额 1221 亿美元，增长 48.9%，占到中国对美证券投资资产的 51.3%，较 2017 年底回落了 5.1 个百分点；债务证券投资资产余额 1158 亿美元，增长 83.0%。尽管中国对美证券投资资产绝对额增加，但美国在中国对外证券投资的重要性趋于下降。同期，美国占中国对外证券投资资产余额的 22.0%，较 2017 年底下降 7.2 个百分点。其中，占中国对外股本证券投资资产余额的 20.1%，下降 6.9 个百分点；占中国对外债务证券投资资产余额的 24.4%，下降 8.2 个百分点。

三、2023年美国通胀走势是贯穿全年的宏观交易主线，3月金融风波造成扰动

从2023年全年交易节奏来看，美国通胀走势是贯穿全年的宏观交易主线，但金融风险曾一度是市场关注的焦点。2023年前两个月，市场依然延续了2022年的风险资产和避险资产同涨同跌的特征：高于预期的美国通胀/劳动力就业数据往往导致市场对通胀的担忧升温，进而增加市场对未来美联储货币政策进一步紧缩的预期，而这倾向于导致资产价格出现普跌（“紧缩”交易），反之亦然（“软着陆”交易）。从市场表现来看，2023年1月，标普500指数走高6.2%，美债10年收益率下行36个基点；2023年2月，标普500指数走低2.6%，美债10年收益率上行40个基点。开年两个月的交易特征在3月初的美国金融风险事件出现之后被暂时打破——市场的注意力从美国的通胀/就业数据快速转向了欧美金融体系的安全性：频频出现的金融风险事件及其发展成为了影响市场最为关键的因素。在这一阶段，风险资产和避险资产的关联度重回负值，而是否出现新的金融风险事件则决定了市场是进入“避险模式”（风险资产跌，避险资产涨）还是进入“风险模式”（风险资产涨，避险资产跌）。事后来，一系列金融风险事件得到了快速而强力的处置，并未演化成更广泛的金融危机。在2023年的3月和4月，美债10年收益率合计下行48个基点，标普500指数则走高5.0%。进入5月之后，随着金融风险逐渐平息和通胀走势整体如期回落，市场也将注意力重新转移至美国经济的基本面上，尤其是企业盈利层面（美国企业盈利增速呈现出一定的触底企稳的迹象）。在2023年的夏季（5月至7月），美债10年收益率和标普500指数携手走高，前者上行53个基点，后者则上涨10.1%。之后，在美联储加强对“higher for longer”引导、8月和9月连续两个月美国CPI超预期以及服务业通胀回落缓慢的背景下，“紧缩交易”在8月至10月的时间段中再次主导市场，各类资产重回普跌。这一阶段，标普500指数走低8.6%，美债10年收益率上行91个基点。进入11月之后，美国劳动力市场超预期降温，10月CPI数据也再次弱于市场预期。这使得市场对于美国通胀压力以及随之而来的紧缩政策的担忧再次得到缓解，各类资产也都再次出现了普涨（也即“软着陆”交易重新主导市场）。12月，尽管美国的通胀和劳动力数据并未继续超预期走弱，但为2024年降息的讨论打开大门的议息会议使得“软着陆”交易在年末得以延续。在2023年的最后两个月，标普500指数走高13.7%，美债10年收益率下行100个基点。

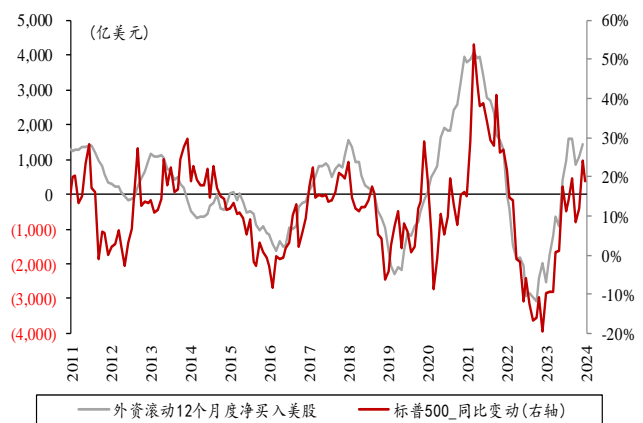
2023年，外资对于美股的交易整体仍然显示出“追涨杀跌”的特征。美股在2023年整体呈现出先走高，后回落，最后反弹的“N”型走势，外资对于美股的月度净买入也大致呈现出类似的变化（见图表15）。2023年1月至5月，在美股涨势尚不稳固和金融风险扰动的背景下，外资对于美股的交易显得较为犹豫，在小幅（约300亿美元/月的规模）净买入和小幅净卖出之间徘徊；在6月金融风险基本结束和美股大涨之际，外资则单月大幅净买入超1200亿美元；之后，随着美股表现逐渐变弱，外资也逐渐由大幅净买入转变为大幅净卖出（10月单月净卖出接近800亿美元）；而在年末的最后两个月，伴随着美股反弹，外资也选择重新入场。外资交易美股的“追涨杀跌”的特征在其趋势性净买卖（过去12个月净买卖总量）的角度来看更为明显：“外资滚动12个月度净买入美股总量”同“标普500指数的同比变动”在2011-2023年期间的关联度达到70%，显示二者之间存在显著的同向变动（见图表16）。

图表 15. 2023年标普500指数月度变动 vs 外资净买入美股规模月度变动



资料来源：彭博，万得，中银证券

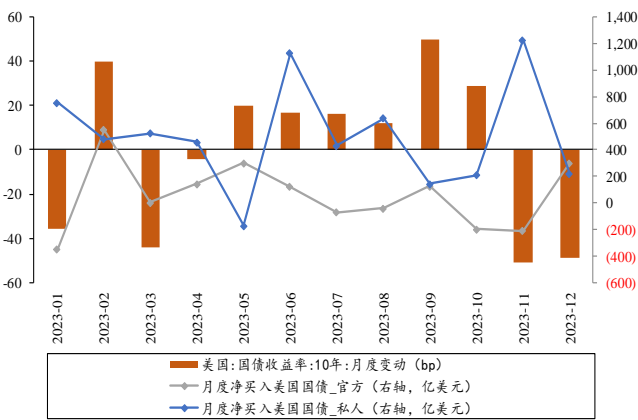
图表 16. 外资滚动12个月度净买入美股总量 vs 标普500指数的同比变动



资料来源：彭博，万得，中银证券

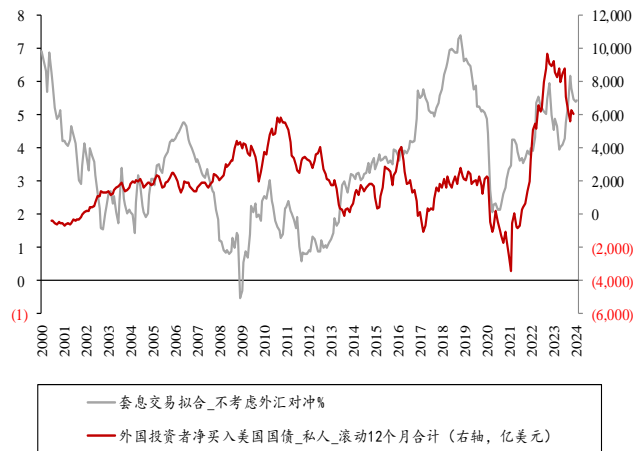
2023年，套息交易空间仍显著影响私人外资对于美债的主动配置，而全球美元外储变动则显著影响官方外资对于美债的被动配置。美债中长端收益率在2023年整体呈现出先下后上，最后再次快速回落的节奏。不过，尽管美债收益率有所波动，但私人外资整体呈现出持续净买入美债的特征：在2023年全年仅在5月小幅净卖出172亿美元美债，其余月份均为持续净买入。相比之下，官方外资对于美债的净买入则缺乏连贯性，其在年初、年中和年末均出现过净卖出美债的情况。整体来看，2023年，私人 and 官方外资的美债月度净买卖规模波动较大，也同美债收益率的变动缺乏明确的关系（见图表17）。不过，从滚动12个月净买卖的趋势性变动来看，私人外资同套息交易空间仍呈现出显著的正相关性，显示主要经济体之间的息差（不考虑汇率对冲）仍是私人外资主动调整美债配置的关键因素（见图表18、19）。另一方面，官方外资对于美债的配置变动则仍然追随全球美元外储的变动（见图表20）。

图表 17. 2023 年美债 10 年收益率月度变动 vs 外资净买入美债变动



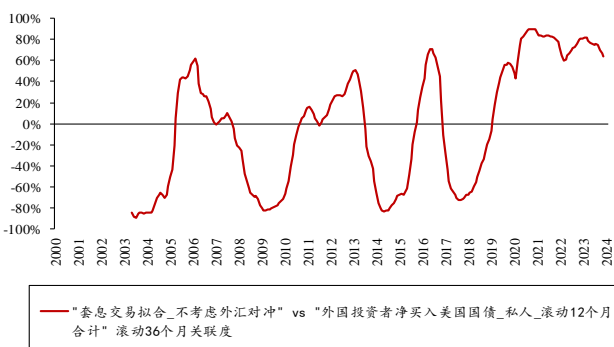
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 18. 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）



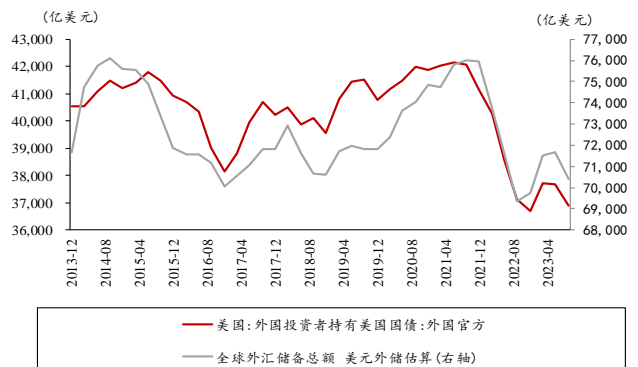
资料来源：彭博，万得，中银证券*“套息交易拟合”包括美国 10 年期国债收益率同德国、英国、日本的 10 年期国债收益率差值

图表 19. 套息交易空间 vs 私人外资净买入美债关联度



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 20. 全球美元外储变动 vs 官方外资持有美债变动



资料来源：彭博，万得，中银证券

四、主要结论

总体来看，尽管3月的金融风波对市场造成了一定扰动，但2023年美国通胀走势仍然是贯穿全年的宏观交易主线。在通胀整体回落、美国经济韧性仍存以及美联储引导逐渐转向鸽派的背景下，2023年美债中长端收益率和美元指数双双冲顶回落，全球股债“双升”。全年国际资本回流美国势头减缓，全球美元荒得到缓解但仍处于高位。从资产配置结构来看，在套息空间仍存以及美股反弹的推动下，外资在2023年选择将持有的现金类资产部分转为证券类资产，并再次重新净买入美股。从资本净流入的地区来源来看，欧洲地区仍然是最大的贡献者，中资则继续净减持美债并降低对美金融资产的风险暴露。

未来数月，美国通胀数据与货币政策博弈仍可能延续，但在通胀不出现大幅反弹的情况下，其重要性或相对降低，市场或将更多注意力转移至美国经济增长以及企业盈利增速。2024年开年以来，尽管美国通胀走势有所反复，但美联储对通胀回落展现出了耐心和信心，并未急于重启“紧缩”引导。与此同时，美国经济数据仍然强劲，人工智能等领域的进展则进一步推高了市场对美股盈利增速的预期。另一方面，尽管全球地缘政治风险仍未消退，但尚未对大宗商品和全球经济增长前景形成持续的显著冲击。在此背景下，2024年以来全球风险偏好回升，包括全球主要股指在内的风险资产同美债中长端收益率携手走高：截至2月22日的收盘价显示，年初至今，标普500指数上涨6.7%，美债10年期收益率走高44个基点。在美股表现仍佳，套息交易空间仍存的背景下，国际资本继续净流入美国的趋势仍有可能持续。

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