

1月美国国际资本流动报告 点评

美联储宽松预期回撤，来美证券投资未能“开门红”

- 外资小幅净流出，对美债“买长卖短”并逢高减持美股。**2024年1月外资小幅净卖出美国证券资产88亿美元，逆转前两个月大额净流入局面且为2019年以来第一次开年首月净流出。从投资者分类来看，官方外资1月净买入181亿美元美国证券资产，为连续三个月持续净买入，但私人外资在前两月大幅净买入之后于1月净卖出269亿美元。从TIC三大项目来看，2024年1月美国长期证券项目录得361亿美元的净流入，为连续三个月持续录得净流入，但外资继续净减持短期证券和现金，减持金额分别为320亿美元和128亿美元。2024年1月美国经济活动和通胀均较强，市场回吐部分宽松预期，美元、美债长端收益率和美股携手走高。1月外资对美国国债“买长卖短”，边际拉长久期，同时逢高净卖出美股。
- 外资对美债“明减实增”，中资继续减持美国中长期证券资产。**2024年1月末外资持有的美国国债市值下降325亿美元。其中，估值负贡献估算为724亿美元，而净买入金额为399亿美元。1月欧元区、英国和日本分别净买入139亿美元、66亿美元和156亿美元，中资则净卖出178亿美元。1月中资机构净卖出美债和政府机构债共计195亿美元，但小幅净买入企业债和美股各6亿美元。1月末美债和政府机构债持仓合计下降229亿美元至1.06万亿美元，企业债和美股的持仓则分别小幅上升至199亿美元和3238亿美元。中资机构减持美国中长期证券资产的基本趋势仍然延续。
- 美国经济活动和通胀韧性近期均偏强。**一方面高频经济数据仍然指向劳动力市场和整体经济活动的强劲，另一方面通胀数据仍然较强。美联储整体维持了“2024年全年降息三次”的政策路径引导，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。地缘冲突仍将持续为美国未来的通胀路径贡献不确定性。经济“不着陆”的可能性有所增加背景下，美联储货币政策再次滞后于通胀曲线的风险有所上升。美债的套息空间或仍将处于历史较高水平，美股预期回报也尚未出现快速恶化的迹象。因此短期而言，美国证券类资产对于全球资金或仍具有一定的吸引力。
- 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。

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

一、外资小幅净流出，对美债“买长卖短”并逢高减持美股

当地时间 2024 年 3 月 19 日，美国财政部发布了 2024 年 1 月份的国际资本流动（TIC）报告。报告的数据显示，2024 年 1 月外资小幅净卖出美国证券资产，逆转前两个月大额净流入局面且为 2019 年以来第一次开年首月净流出；官方外资连续三个月持续净买入，但私人外资在前两月大幅净买入之后开始净卖出。

2024 年 1 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）88 亿美元（见图表 1），逆转了上年 11 月和 12 月连续两个月大幅净买入的局面（两个月合计净买入 3607 亿美元）。2008 年金融危机之后，来美证券投资净流入“开门红”的特征比较明显：在 2011-2023 年的十三年间，仅有 2012 年和 2019 年的开年首月出现外资净卖出的情况，今年则是第三次“开门红”未能实现。从投资主体看，官方外资（包括央行和主权财富基金）在 2024 年 1 月净增持 181 亿美元（见图表 2），为连续第 3 个月持续净买入（三个月合计净买入 774 亿美元），也强于上年 1 月 160 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）净卖出 269 亿美元，逆转了上年 11 月和 12 月连续两个月大幅净买入的局面（两个月合计净买入 3014 亿美元），较上年 1 月 1680 亿美元的净买入显著回落。

从 TIC 三大项目来看，2024 年 1 月美国长期证券项目连续三个月持续录得净流入，但外资继续净减持短期证券和现金；在美股走高推动下，外资美股持仓存量上升至接近 15 万亿美元，而在估值负贡献的影响下，外资美债持仓存量小幅下降但仍保持在 8 万亿美元上方。

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，1 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 361 亿美元的净流入（见图表 3），为连续第三个月净流入（三个月合计净流入 2944 亿美元），也强于上年 1 月 308 亿美元的净流入。在长期证券项目下，外资净流入为 798 亿美元，而美国本土投资人净流出为 437 亿美元（也即美国投资人净买入境外证券）；外资净卖出短期证券（包括短期美国国库券及其他托管债务）320 亿美元，为连续第二个月持续净卖出（两个月合计净卖出 328 亿美元），且显著高于上年 1 月 44 亿美元的净卖出；外资减持银行现金（银行负债变动）128 亿美元，为连续第二个月减持（两个月合计减持 332 亿美元），较上年 1 月 1668 亿美元的净增持显著回落。

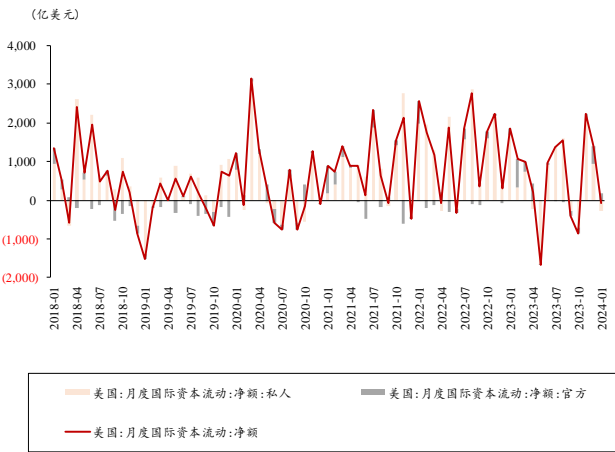
从外资持有美国证券资产的存量角度来看，截至 2024 年 1 月底，外国投资人持仓的美国国债市值由上年末的约 8.06 万亿美元（市场占比约 29.9%）下降至 8.02 万亿美元（市场占比约 29.6%，见图表 4），环比下降 325 亿美元（其中估值负贡献估算为 724 亿美元）；持仓的美国股票由上年末的约 14.6 万亿美元（市场占比约 29.0%）上升至约 14.8 万亿美元（市场占比约 28.6%），环比上升 1880 亿美元（其中估值正贡献估算为 2038 亿美元）。可见，外资持有美债是“名减实增”，持有美股则是“名增实减”。

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)	2024/1	2023/12	2023/11	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	-88	1,374	2,233	-835	-409	1,538	1,364	942	-1,679	207	994	1,034
		Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflow												
29		美国:银行负债变化:净额	-128	-204	900	84	-332	285	463	-616	-1,279	-679	-688	-130
		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	-320	-8	335	-698	-251	327	759	-361	-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	361	1,586	997	-241	174	926	142	1,920	176	1,027	1,744	1,510
		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	361	1,586	997	-241	174	926	142	1,920	176	1,027	1,741	1,510
		Net Long-Term Securities Transactions												
16	14-15	美国:买入外国证券:净额**	-437	181	-230	185	9	36	-377	-487	-325	144	319	-92
		Foreign Securities, net U.S. sales												
3	1-2	美国:买入美国证券:净额	798	1,405	1,228	-426	165	891	519	2,407	501	883	1,425	1,602
		Domestic Securities, net U.S. sale												
14		美国:从美国居民手中买入外国证券总额	13,198	11,805	9,934	10,107	9,832	9,727	8,434	9,814	9,470	9,140	13,424	11,146
		Gross U.S. Sales of Foreign Securities												
15		美国:向美国居民卖出外国证券总额	13,635	11,624	10,164	9,922	9,823	9,691	8,811	10,301	9,795	8,996	13,106	11,238
		Gross U.S. Purchases of Foreign Securities												
1		美国:国内证券总买入	44,390	41,722	44,605	43,442	42,357	46,754	43,170	47,215	43,290	37,299	49,191	39,325
		Gross U.S. Sales of Domestic U.S. Securities												
2		美国:国内证券总卖出	43,592	40,318	43,377	43,868	42,192	45,863	42,651	44,808	42,789	36,416	47,766	37,723
		Gross U.S. Purchases of Domestic U.S. Securities												

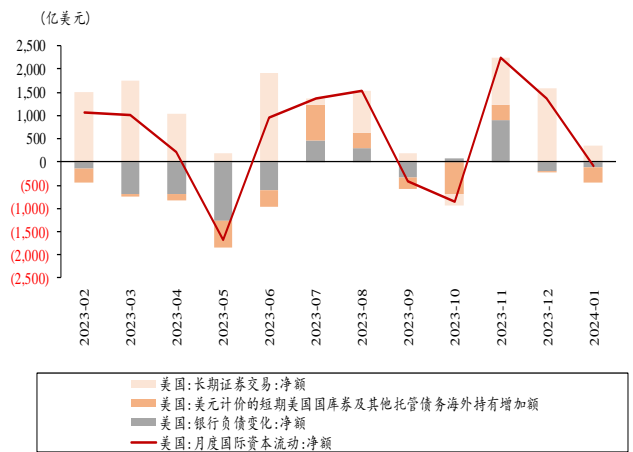
资料来源:彭博,万得,美国财政部,中银证券 * 本报根据美国财政部月度 TIC 报告“TIC Monthly Reports on Cross-Border Financial Flows”报表改编,项目编号和计算公式均沿用该报表原始数据,英文项目名称翻译参考万得指标 ** “美国:买入外国证券:净额” 正值为美国投资人净卖出外国证券,则意味着资金净流入美国,负值则相反。

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/地区	交易方向	项目(亿美元)	2024/1	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	21,535	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	568	497	690	681	554	536	482	551	777	663	800	628
		企业债	2,077	1,679	1,718	1,644	1,541	1,504	1,684	1,870	1,799	1,688	2,151	1,952
		股票	19,412	19,385	18,225	17,323	17,115	18,434	15,390	17,408	16,465	14,358	19,574	15,606
	买入	中长期国债	22,213	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	646	544	854	739	780	677	570	821	875	786	993	762
		企业债	2,277	1,917	2,060	1,672	1,704	2,035	1,825	2,140	2,239	1,784	2,535	2,338
		股票	19,254	20,167	18,223	16,545	16,869	18,446	15,677	18,644	16,124	13,970	19,859	15,914
	交易净额	中长期国债	678	338	724	266	21	208	3	631	304	1,052	562	774
		短期国库券	-279	181	292	-255	247	390	355	617	-177	-449	-32	256
		美国国债	399	519	1,016	11	268	598	358	1,248	127	603	530	1,030
		政府机构债券	77	46	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134
	期末持仓	企业债	200	238	342	28	163	530	141	270	440	96	385	386
		股票	-158	782	-2	-778	-246	12	287	1,236	-341	-387	286	308
		中长期国债	69,688	69,734	67,438	65,296	65,432	66,652	66,577	66,415	66,200	66,566	65,943	63,627
		短期国库券	10,548	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		80,236	80,561	78,084	75,650	76,041	77,014	76,549	76,032	75,200	75,743	75,569	73,285	
政府机构债券		14,037	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		43,983	43,940	42,205	40,131	40,584	41,514	41,342	41,044	40,640	40,728	40,317	39,250	
股票		148,326	146,447	139,581	129,690	133,312	139,023	140,906	136,526	128,592	127,998	127,363	124,212	
	美国国债持仓占全市场比例	29.6%	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	28.6%	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

从证券资产项目来看，1月外资对美国国债“买长卖短”，边际拉长久期，同时逢高净卖出美股。

从投资人划分来看，2024年1月私人外资净卖出269亿美元的长期证券（见图表5）。从具体项目来看，私人外资在1月净买入了756亿美元的长期证券，其中：净买入中长期国债627亿美元，为连续第四个月持续净买入（四个月合计净买入2218亿美元）；净卖出股票168亿美元，逆转了此前连续两个月的净买入。与此同时，私人外资在1月净卖出了331亿美元的短期证券，其中净卖出短期美国国库券282亿美元，逆转了此前连续两个月的净买入，为2022年5月以来最大的单月净卖出。另一方面，1月官方外资净买入了181亿美元的长期证券，其中净买入了52亿美元的中长期国债，为连续第二个月持续净买入（两个月合计净买入313亿美元）；净买入了10亿美元的股票，为连续第二个月持续净买入（两个月合计净买入131亿美元）。与此同时，官方外资小幅净买入了11亿美元的短期证券，其中净买入了3亿美元的短期美国国库券，为连续第四个月持续净买入（四个月合计净买入158亿美元）。

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)	2024/1	2023/12	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	-269	925	2,089	-722	-287	1,597	1,397	890	-1,653	-235	736	319
	长期证券	中长期国债:净额	627	77	1,047	466	-136	261	238	370	36	697	509	299
		政府机构债券:净额	123	54	209	4	224	129	71	146	42	109	52	108
		企业债:净额	174	217	315	10	154	456	137	257	419	101	320	395
		股票:净额	-168	661	1	-664	-93	-10	207	1,064	-382	-389	217	175
	长期证券_净额总计		-756	1,010	1,573	-185	149	836	652	1,837	116	518	1,099	978
	短期证券	短期美国国库券:净额	-282	141	180	-258	279	378	193	758	-208	-240	15	182
		其它可转让证券:净额	-49	-213	39	-449	-372	-41	261	-754	-389	292	-39	-536
	短期证券_净额总计		-331	-72	219	-707	-93	337	454	3	-597	53	-24	-354
	官方	总量	月度国际资本流动:净额	181	449	144	-133	-122	-59	-34	52	-26	442	258
长期证券		中长期国债:净额	52	261	-323	-201	157	-53	-235	261	268	355	52	475
		政府机构债券:净额	-46	-8	-46	55	2	11	18	124	56	14	140	26
		企业债:净额	26	21	27	18	8	74	4	13	21	-5	64	-9
		股票:净额	10	121	-3	-114	-152	23	80	172	41	2	69	132
长期证券_净额总计		42	395	-345	-241	16	55	-133	569	386	366	326	624	
短期证券		短期美国国库券:净额	3	40	112	3	-33	12	162	-141	31	-209	-47	73
		其它可转让证券:净额	8	24	4	6	-125	-22	143	-224	-10	16	13	-46
短期证券_净额总计		11	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	-88	1,374	2,233	-855	-409	1,538	1,364	942	-1,679	207	994
	长期证券	中长期国债:净额	678	338	724	266	21	208	3	631	304	1,052	562	774
		政府机构债券:净额	77	46	164	59	226	140	88	270	98	123	193	134
		企业债:净额	200	238	342	28	163	530	141	270	440	96	385	386
		股票:净额	-158	782	-2	-778	-246	12	287	1,236	-341	-387	286	308
	长期证券_净额总计		798	1,405	1,228	-426	165	891	519	2,407	501	883	1,425	1,602
	短期证券	短期美国国库券:净额	-278	180	292	-255	247	390	355	617	-177	-449	-32	255
		其它可转让证券:净额	-41	-189	43	-443	-498	-63	404	-978	-399	308	-27	-581
	短期证券_净额总计		-320	-8	335	-698	-251	327	759	-361	-576	-141	-58	-326

资料来源: 彭博, 万得, 美国财政部, 中银证券

2024年1月, 美国经济活动和通胀均较强, 市场回吐部分宽松预期, 美元、美债长端收益率和美股携手走高。

2024年1月, 美国公布的经济数据显示美国经济活动和通胀均较强。一方面, 劳动力市场持续强劲, 通胀回落的速度有所放缓; 另一方面, 经济活动出现一定的触底回升的迹象, 金融风险尚不显著。具体来看, 1月非农新增就业岗位(初值) 21.6万人, 高于19.9万人的前值以及市场预期的17.5万人; 失业率为3.7%, 同前值持平同时低于市场预期的3.8%。2023年12月CPI同比增速由11月的3.1%反弹至3.4%, 高于市场预期的3.2%; 12月核心CPI同比增速则由11月的4.0%回落至3.9%, 但高于市场预期的3.8%。与此同时, 12月零售环比增速由11月的0.3%回升至0.6%, 高于市场预期的0.4%; 12月标普和ISM制造业PMI走势有所分叉, 但整体都呈现出一定的触底回升的势头。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1月也都进一步走向宽松, 显示金融风险趋缓。

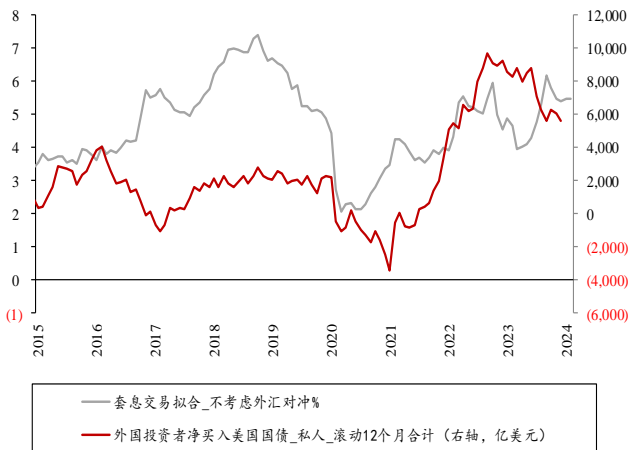
在上述经济数据背景下, 市场自2023年12月以来的对于美联储货币政策放松的预期有所回调, 但经济数据的强劲仍然助力了美国风险资产的走高。因此, 2024年1月, 市场出现了美元、美债长端收益率和美股携手走高的特点(见图表6)。具体来看, 相较12月末的曲线, 1月末的美债曲线前端小幅下移, 长端则小幅上行(例如6个月期美债收益率走低约6个基点, 10年期国债收益率则走高约3个基点)。1月美债的长端套息空间整体仍处于近期的较高水平(见图表7), 这有助于解释私人外资对于美债的持续青睐。外资对美国国债“买长卖短”, 边际拉长久期的做法则可能意味着外资押注美联储将在2024年逐渐开启降息。与此同时, 1月全球风险资产整体分化较为明显, 其中美股表现相对较强, 美国三大股指均上涨约1%-2%。尽管历史数据显示外资在净买卖美股上呈现“追涨杀跌”的特征(见图表8), 但在美股继续走高的背景下, 当月外资却选择净卖出美股, 这可能显示出外资对于估值高企的美股在目前宏观环境下能够持续突破新高信心不足。

图表 6. 2024 年 1 月全球主要大类资产变动

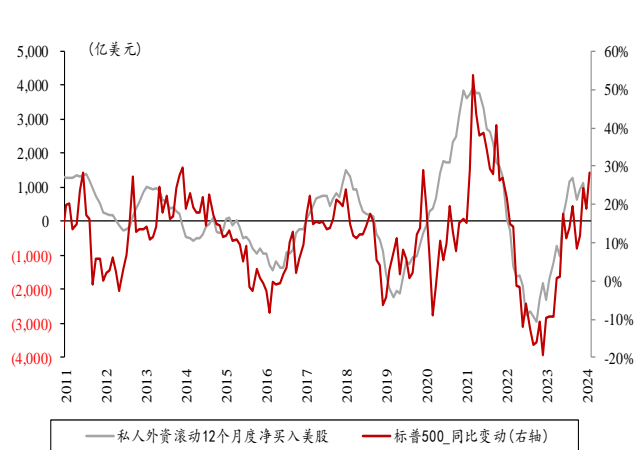
全球主要金融资产指标		2023年12月末 资产价格	2024年1月末资 产价格	2024年1月价 格变动
风险资产	比特币	42508	42458	-0.1%
	标准普尔500指数	4770	4846	1.6%
	道琼斯工业平均指数	37690	38150	1.2%
	纳斯达克综合指数	15011	15164	1.0%
	日经225指数	33464	36287	8.4%
	COMEX铜期货	389	391	0.4%
	上海深圳沪深300指数	3431	3215	-6.3%
	标普/澳证 200指数	7591	7681	1.2%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1315	1283	-2.5%
	创业板指数	1891	1573	-16.8%
	韩国KOSPI 指数	2655	2497	-6.0%
	欧元区斯托克50价格指数	4521	4648	2.8%
	恒生科技指数	3764	3006	-20.1%
	香港恒生指数	17047	15485	-9.2%
	富时100指数	7733	7631	-1.3%
	全球高收益债利差	4.2	4.3	-9
	全球投资级企业债利差	1.2	1.1	4
	小麦期货(CBT)	628	595	-5.2%
	ICE布伦特原油期货	77.04	81.71	6.1%
	纽交所天然气期货	2.51	2.10	-16.5%
美元兑日元	141	147	4.2%	
美元兑英镑	0.7855	0.7881	0.3%	
美元兑离岸人民币	7.1258	7.1872	0.9%	
金价	2063	2040	-1.1%	
美元兑欧元	0.9059	0.9244	2.04%	
美元指数即期汇率	101	103	1.9%	
10年期德国国债收益率	2.02	2.17	-14.2	
10年期美国国债收益率	3.88	3.91	-3.3	
避险资产	10年期中国国债收益率	2.56	2.43	12.7

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 7. 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 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 * “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

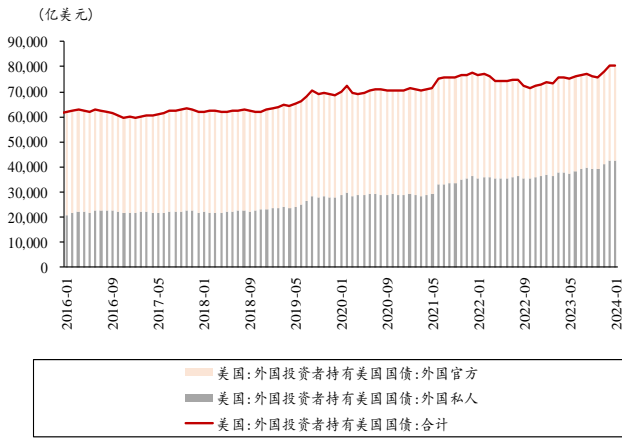
资料来源：彭博，中银证券

二、外资对美债“名减实增”，中资继续减持美国中长期证券资产

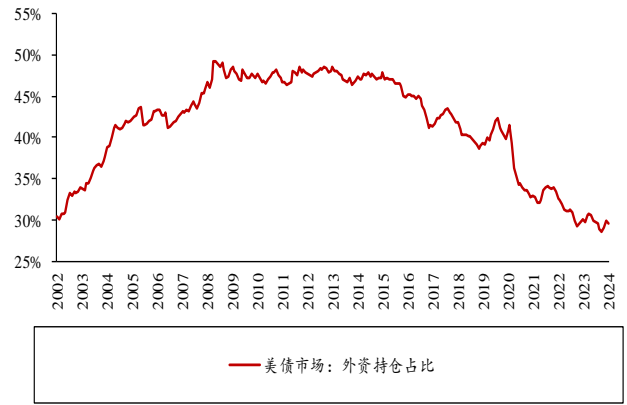
2024年1月，外资美债持仓市值较少325亿美元，主要受负估值效应拖累，外资仍继续净买入美国国债。

从存量角度看，如前所述，1月末外资持有的美国国债市值为约8.02万亿美元（官方和私人外资持仓大致相等，见图表9），较上年末下降325亿美元。其中，估值负贡献估算为724亿美元，而净买入金额为399亿美元（见图表11），为连续21个月持续净买入。从美债市场占比来看，外资占比由上年末的29.9%小幅回落至1月的29.6%，延续了近期持续在30%左右震荡的格局（见图表10）。从机构划分来看，当月，官方外资净买入美债55亿美元，较上月301亿美元的净买入有所下降，但显著好于上年1月的352亿美元的净卖出；私人外资净买入了345亿美元，较上月218亿美元的净买入有所扩大，为连续第八个月净买入，但净买入规模约为上年同期的一半（见图表12）。从不同属性的外资交易特征看，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14），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13）。

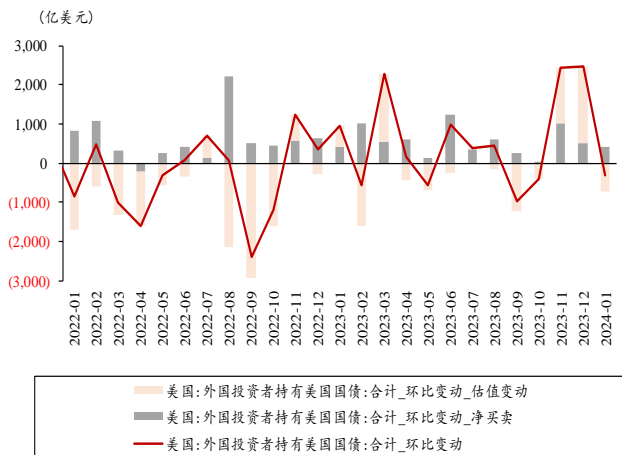
图表 9. 外资持仓美债总市值：私人以及官方



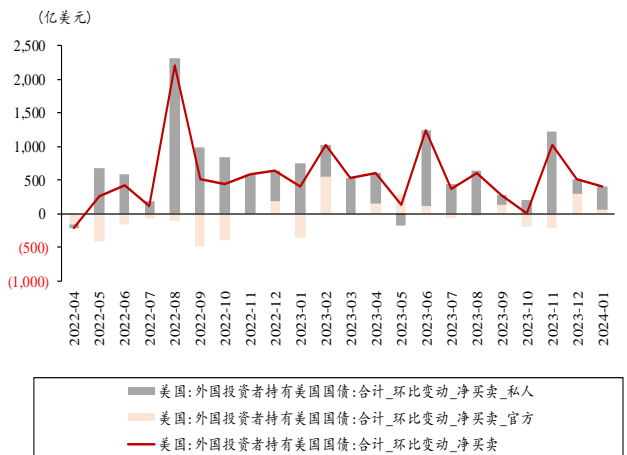
图表 10. 外资持仓美债市值占全市场比重



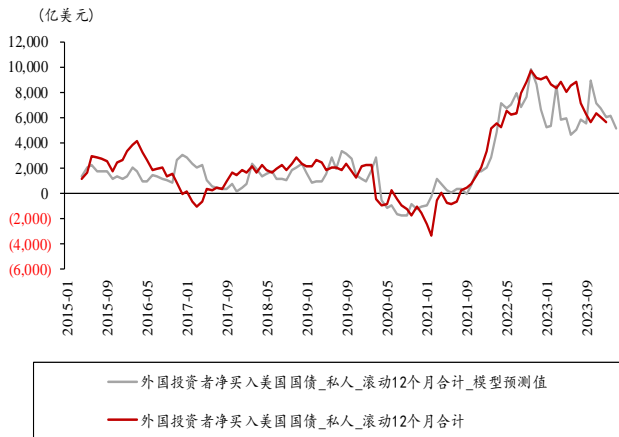
图表 11. 外资持仓美债市值变动：估值效应 vs 净买卖



图表 12. 私人 and 官方外资净买卖美债情况

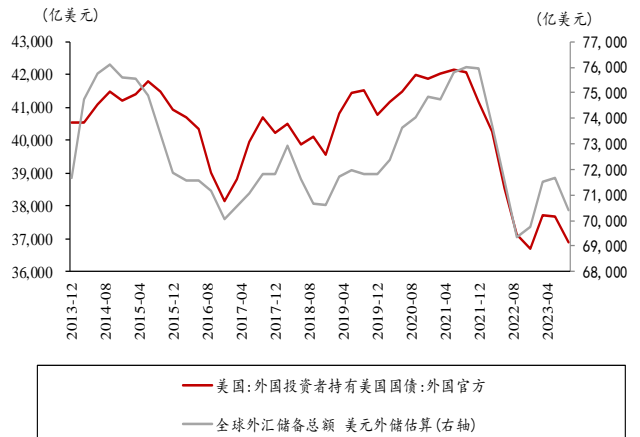


图表 13. 私人外资滚动 12 个月净买入美债:实际值 vs 模型预测值



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 14. 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

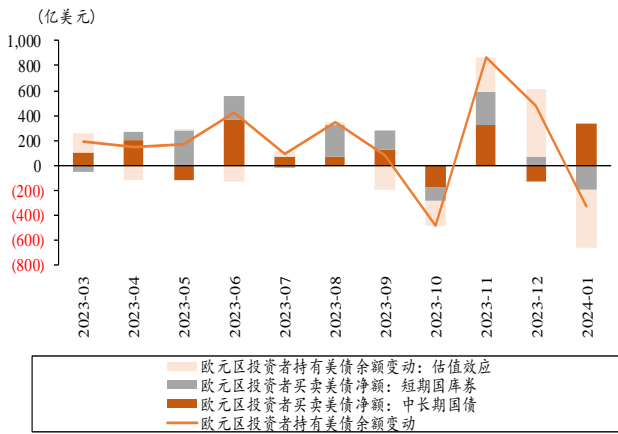
2024 年 1 月, 欧元区、英国和日本净买入美国国债, 但中资净卖出。

1 月, 欧元区持仓美债市值减少 331 亿美元至约 1.57 万亿美元, 其中负估值效应为 469 亿美元, 净买入 139 亿美元 (其中净买入中长期国债 336 亿美元, 净卖出短期债券 198 亿美元), 逆转了上月 61 亿美元的净卖出, 但净买入金额显著小于上年同期的 391 亿美元 (见图表 15); 英国持仓美债市值基本不变为 7535 亿美元, 其中负估值效应为 67 亿美元, 净买入 66 亿美元 (其中净买入中长期国债 118 亿美元, 净卖出短期债券 52 亿美元), 净买入金额较上月 108 亿美元的净买入有所回落, 也显著小于上年同期 451 亿美元的净买入 (见图表 16); 中资投资者持仓美债市值减少 186 亿美元至 7977 亿美元, 其中负估值效应为 8 亿美元, 净卖出 178 亿美元 (其中净卖出中长期国债 217 亿美元, 净买入短期债券 39 亿美元), 逆转了上月 64 亿美元的净买入, 也显著弱于上年同期 104 亿美元的净买入 (见图表 17); 日本持仓美债市值增加 149 亿美元至约 1.15 万亿美元, 其中负估值效应 7 亿美元, 净买入 156 亿美元 (其中净买入中长期国债 124 亿美元, 净买入短期债券 32 亿美元), 逆转了上月 161 亿美元的净卖出, 但净买入金额显著小于上年同期的 700 亿美元 (见图表 18)。

2024 年 1 月, 中资机构净卖出美债和政府机构债 195 亿美元, 但小幅净买入企业债和美股各 6 亿美元; 1 月末中资美债和政府机构债持仓合计下降 229 亿美元至 1.06 万亿美元, 企业债和美股的持仓则分别小幅上升至 199 亿美元和 3238 亿美元。中资机构减持美国中长期证券资产的基本趋势仍然延续。

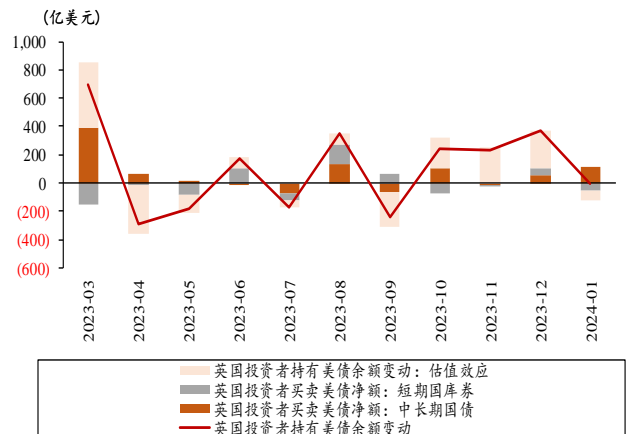
从交易角度看, 中资投资者在 1 月合计净卖出 195 亿美元的美债和政府机构债, 逆转了上月 50 亿美元的净买入, 也显著弱于上年同期 103 亿美元的净买入, 滚动 12 个月合计净卖出 403 亿美元; 净买入 6 亿美元的美股, 逆转了此前连续 6 月的净卖出, 也显著好于上年同期的微幅净卖出, 但滚动 12 个月合计仍净卖出 192 亿美元。从持仓角度来看, 截至 1 月末, 中资投资者持有 7977 亿美元美债以及 2671 亿美元的政府机构债, 二者共计约 1.06 万亿美元, 环比下降 229 亿美元 (其中负估值效应估算为 34 亿美元), 较 2023 年 1 月末持仓下降 545 亿美元 (其中负估值效应估算为 258 亿美元); 持有企业债 199 亿美元, 环比上升 3 亿美元 (其中负估值效应估算为 3 亿美元), 较 2023 年 1 月末持仓下降 4 亿美元 (其中负估值效应估算为 2 亿美元); 持有美股 3238 亿美元, 环比上升 64 亿美元 (其中正估值效应估算为 57 亿美元), 较 2023 年 1 月末持仓上升 376 亿美元 (其中正估值效应估算为 536 亿美元) (见图表 19)。整体来看, 中资投资者合计持有的美国中长期证券资产余额由 2023 年 1 月末的 1.42 万亿美元下降 335 亿美元至 2024 年 1 月末的 1.39 万亿美元。其中, 净卖出 636 亿美元, 上年同期为净买入 978 亿美元; 正估值效应为 301 亿美元, 上年同期负估值效应为 2303 亿美元。

图表 15. 欧元区美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



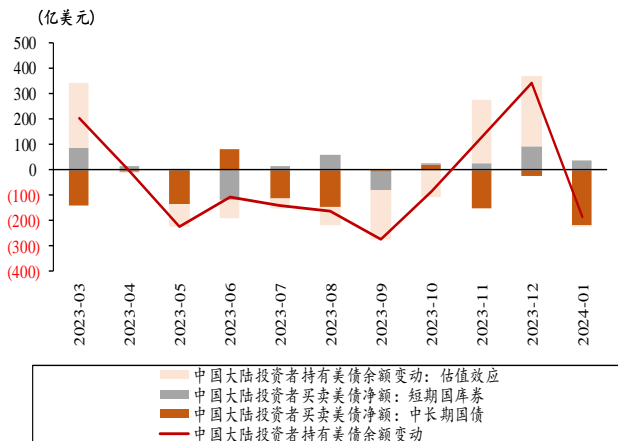
资料来源：彭博，中银证券

图表 16. 英国美债持仓变动情况：估值效应和净买卖



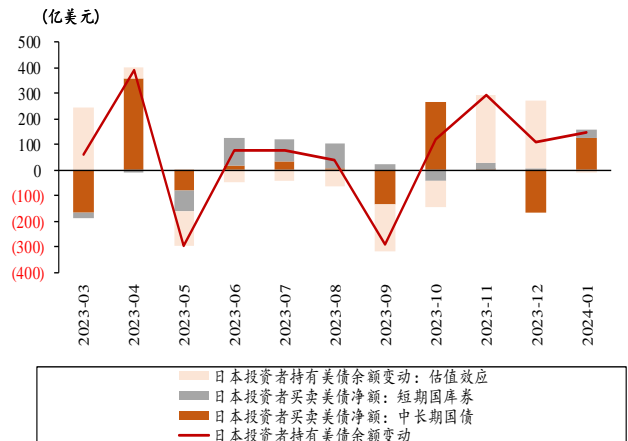
资料来源：彭博，中银证券

图表 17. 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 18. 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 19. 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)	2024/1	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	471	331	586	354	526	620	681	686	798	393	655	487
		政府机构债券	18	15	22	16	21	19	18	19	21	22	34	23
		企业债	5	4	5	3	3	5	5	7	10	9	7	8
		股票	133	164	141	133	146	160	123	150	142	109	133	145
	买入	中长期国债	253	304	436	373	516	471	569	767	662	383	517	547
		政府机构债券	1	1	2	61	32	6	22	117	62	10	145	15
		企业债	11	4	6	5	5	6	8	7	9	5	10	5
		股票	139	133	139	105	114	109	114	151	121	90	136	136
	交易净额	中长期国债	-217	-26	-150	19	-10	-149	-112	81	-137	-10	-138	60
		短期国库券	39	90	26	1	-69	56	14	-119	4	12	86	23
		美国国债	-178	64	-125	20	-79	-93	-98	-38	-133	2	-52	83
		政府机构债券	-17	-14	-20	45	11	-13	4	98	41	-12	111	-8
	期末持仓	企业债	6	0	2	2	1.9	1	3	0	-1	-3	3	-3
		股票	6	-31	-1	-28	-32.1	-51	-9	1	-21	-19	3	-9
		中长期国债	7,771	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	206	167	76	51	49	119	62	49	168	164	152	66
美国国债		7,977	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	2,671	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	199	196	190	184	183	188	193	189	198	200	201	195		
股票	3,238	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

三、主要结论

2024年1月，美国公布的经济数据显示美国经济活动和通胀均较强。在此宏观背景下，市场自2023年12月以来的对于美联储货币政策放松的预期有所回调，但经济数据的强劲仍然助力了美国风险资产的走高，因此1月市场出现了美元、美债长端收益率和美股携手走高的特点。2024年1月外资对美国国债“买长卖短”，边际拉长久期，可能意味着外资押注美联储将在2024年逐渐开启降息。与此同时，可能显示出外资对于估值高企的美股在目前宏观环境下能够持续突破新高信心不足。整体来看，2024年“开门红”未能实现，外资在1月小幅净卖出美国证券资产。从美债的主要持有国来看，欧元区、英国和日本在1月净买入美国国债，但中资净卖出，2023年以来中资净减持美国中长期证券资产的基本趋势仍在延续。

美国呈现出的经济活动和通胀韧性均偏强的特征在2月和3月有所延续。一方面高频经济数据（例如首次申领失业金人数和纽约联储发布的周度经济指数）仍然指向劳动力市场和整体经济活动的强劲，另一方面2月通胀数据（PPI以及CPI）仍然较强。与此同时，尽管经济数据超预期强劲，但美联储仍然整体维持了上年末提出的“2024年全年降息三次”的政策路径引导，这一做法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。值得注意的是，全球地缘政治风险并未明显降温，地缘冲突仍将持续为美国未来的通胀路径贡献不确定性。整体来看，相较上年末，目前美国经济出现“不着陆”的可能性有所增加，“软着陆”的可能性有所下降。这意味着美联储货币政策再次滞后于通胀曲线的风险有所上升，美债长端收益率“易上难下”的可能性有所增加；美股当前的风险或将更多来自于盈利增速是否足够强劲以支撑当前较高的估值，而不是盈利增速下滑的担忧。在当前的宏观和市场环境下，美债的套息空间或仍将处于历史较高水平，美股预期回报也尚未出现快速恶化的迹象。因此，短期而言，美国证券类资产对于全球资金或仍具有一定的吸引力。

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