

2月美国国际资本流动报告 点评

外资逆势大幅净买入美债，来美证券投资由负转正

- **外资小幅净流入，大幅增持美债，小幅增持美股。**2024年2月外资小幅净买入美国证券资产 516 亿美元，逆转了 1 月小幅净卖出的局面。从投资者分类来看，官方外资净买入 155 亿美元美国证券资产，为连续四个月持续净买入；私人外资净买入 362 亿美元，逆转了 1 月小幅净卖出的局面。从 TIC 三大项目来看，美国长期证券项目录得 715 亿美元的净流入，为连续四个月持续录得净流入；外资净买入短期证券 105 亿美元，逆转了 1 月小幅净卖出的局面；外资减持银行现金（银行负债变动）303 亿美元，为连续第三个月减持。2 月份美国经济活动和通胀仍较强，市场继续回吐宽松预期，美元、美债长端收益率和美股则继续携手走高。当月，外资对美国国债“买长也买短，以长为主”，继续边际拉长久期；在美股续创新高的背景下保持谨慎，仅小幅买入美股。
- **外资逆势大幅净买入美债，但中资继续净减持。**2024年2月末，外资持有的美国国债市值上升 200 亿美元，其中，估值贡献估算为 714 亿美元，净买入金额接近 1000 亿美元。2 月份，欧元区、英国和日本分别净买入 365 亿、96 亿和 327 亿美元，中资则净卖出 139 亿美元。当月，中资机构净卖出美债和政府机构债 157 亿美元，但小幅净买入 5 亿美元企业债和 10 亿美元美股；2 月末中资美债和政府机构债持仓合计下降 305 亿至 1.03 万亿美元，企业债和美股的持仓则分别小幅上升至 201 亿和 3407 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 3 月通胀数据仍然较强。在美国经济“不着陆”概率显著提升的背景下，叠加全球地缘政治风险可能对美国未来的通胀路径带来的不确定性，市场对美联储宽松预期做出了显著的回调。与此同时，近期美联储则也开始“顺水推舟”地对前期坚持的“2024 年全年降息三次”的政策路径引导进行调整。未来数月，美国通胀或仍将处于较高水平，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。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、外资小幅净流入，大幅增持美债，小幅增持美股

当地时间 2024 年 4 月 17 日，美国财政部发布了 2024 年 2 月份的国际资本流动（TIC）报告。数据显示，2024 年 2 月外资小幅净买入美国证券资产，逆转 1 月小幅净流出；官方外资连续四个月持续净买入，私人外资在 1 月小幅净卖出后重新净买入。

2024 年 2 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）516 亿美元（见图表 1），逆转了 1 月小幅净卖出的局面。从投资主体看，官方外资（包括央行和主权财富基金）在 2024 年 2 月净增持 155 亿美元（见图表 2），为连续第四个月持续净买入（四个月合计净买入 904 亿美元），但显著弱于上年 2 月 734 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 362 亿美元，逆转了 1 月小幅净卖出的局面，也强于上年同期 312 亿美元的净买入。

从 TIC 三大项目来看，2024 年 2 月外资连续四个月净增持美国长期证券，同时重新开始净增持短期证券，但连续三个月净减持现金；在美股走高推动下，外资美股持仓存量上升至约 15.6 万亿美元，而尽管估值下降，但在大幅净买入推动下，外资美债持仓存量小幅增加，整体水平仍接近 8 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，2 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 715 亿美元净流入（见图表 3），为连续第四个月净流入（四个月合计净流入 3359 亿美元），但显著弱于上年同期 1510 亿美元的净流入。在长期证券项目下，外资净流入 1457 亿美元，而美国本土投资人净流出 741 亿美元（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）105 亿美元，逆转了 1 月小幅净卖出的局面，上年同期为净卖出 326 亿美元；外资减持银行现金（银行负债变动）303 亿美元，为连续第三个月减持（三个月合计减持 635 亿美元），也高于上年同期 138 亿美元的净减持。

从外资持有美国证券资产的存量角度看，截至 2024 年 2 月底，外国投资人持有美国国债市值由 1 月末的约 7.95 万亿美元（市场占比约 29.3%）上升至 7.97 万亿美元（市场占比约 29.1%，见图表 4），环比上升约 200 亿美元（其中估值负贡献估算为约 714 亿美元¹）；持有美国股票由 1 月末的约 14.8 万亿美元（市场占比约 28.6%）上升至约 15.6 万亿美元（市场占比约 29.1%），环比上升约 7242 亿美元（其中估值正贡献估算为约 6000 亿美元）。可见，外资美债持有的增加主要依赖于大幅净买入，而美股持有的增加则主要依赖于美股的估值提升。

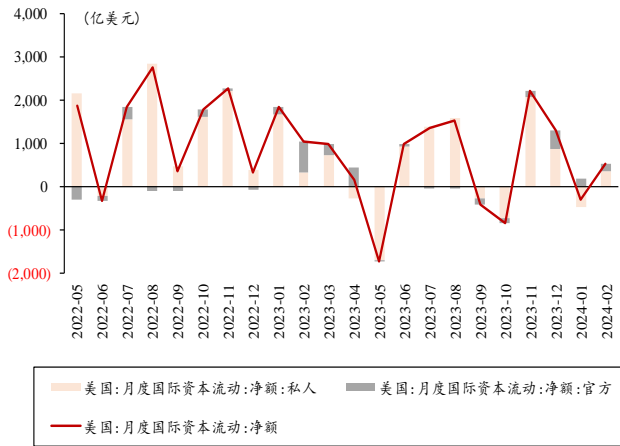
图表 1. 美国月度国际资本净流动数据总览

编号	公式	项目(亿美元)	2024/2	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 Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflow	516	-308	1,294	2,206	-856	-408	1,534	1,342	985	-1,733	151	978	1,046
29		美国:银行负债变化:净额 Change in Banks' Own Net Dollar-Denominated Liabilities	-303	-128	-204	874	83	-331	281	462	-612	-1,276	-677	-695	-138
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	105	-320	-8	335	-698	-251	327	742	-345	-576	-141	-58	-326
21	19+20	美国:长期证券交易:净额 Net Foreign Acquisition of Long-Term Securities	715	140	1,506	997	-241	174	926	138	1,942	119	970	1,734	1,510
20		美国长期证券:其它方式净买入 Other Acquisitions of Long-Term Securities, net	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3	0
19	3+16	美国长期证券:净买入 Net Long-Term Securities Transactions	715	140	1,506	997	-241	174	926	138	1,942	119	970	1,731	1,510
16	14-15	美国:买入外国证券:净额** Foreign Securities, net U.S. sales	-741	-445	205	-230	185	9	35	-374	-475	-366	103	319	-92
3	1-2	美国:买入美国证券:净额 Domestic Securities, net U.S. sale	1,457	586	1,301	1,228	-426	165	891	512	2,417	484	866	1,415	1,602
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	12,586	13,198	12,445	9,934	10,107	9,832	9,725	8,440	9,826	9,450	9,120	13,424	11,146
15		美国:向美国居民卖出外国证券总额 Gross U.S. Purchases of Foreign Securities	13,327	13,643	12,240	10,164	9,922	9,823	9,690	8,814	10,301	9,816	9,017	13,106	11,238
1		美国:国内证券总收入 Gross U.S. Sales of Domestic U.S. Securities	48,214	44,063	42,715	44,605	43,442	42,353	46,748	43,194	47,215	43,289	37,298	49,186	39,325
2		美国:国内证券总卖出 Gross U.S. Purchases of Domestic U.S. Securities	46,757	43,478	41,414	43,377	43,868	42,188	45,857	42,682	44,798	42,805	36,431	47,771	37,723

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。

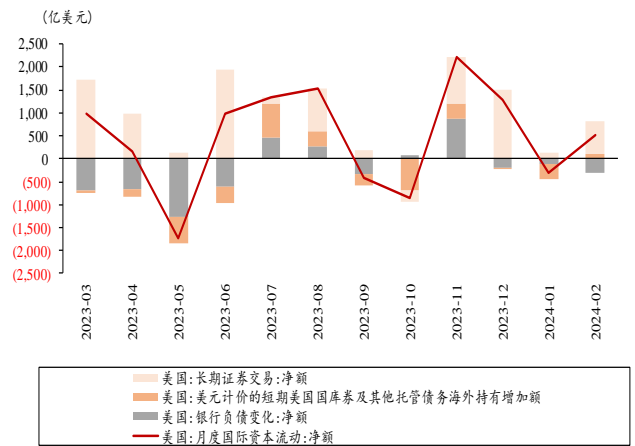
¹ TIC 自 2024 年 2 月报告开始披露外资持仓中长期资产的估值变动。如无特定标明,本报告估值变动数据均直接引用美国财政部 TIC 报告披露的估值变动;需注意,TIC 估值变动数据同其公布的净买入数据加总并不等于持仓变动数据。

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)	2024/2	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	21,063	21,420	18,666	22,745	24,220	22,983	25,388	25,096	24,979	23,748	19,707	25,242	19,537
		政府机构债券	596	568	501	690	681	554	536	484	551	777	663	800	628
		企业债	2,126	2,077	1,732	1,718	1,644	1,541	1,504	1,689	1,863	1,802	1,692	2,156	1,952
	买入	股票	22,972	19,412	20,515	18,225	17,323	17,111	18,428	15,413	17,405	16,477	14,370	19,574	15,606
		中长期国债	21,951	21,883	18,938	23,469	24,485	23,004	25,596	25,104	25,610	24,052	20,759	25,804	20,311
		政府机构债券	634	646	547	854	739	780	677	573	821	875	786	993	762
	交易净额	企业债	2,653	2,277	1,975	2,060	1,672	1,704	2,035	1,825	2,143	2,239	1,784	2,530	2,338
		股票	22,976	19,257	21,255	18,223	16,545	16,866	18,440	15,691	18,640	16,122	13,969	19,859	15,914
		中长期国债	888	463	272	724	266	21	208	9	631	304	1,052	562	774
		短期国库券	111	-279	181	292	-255	247	390	350	622	-177	-449	-32	
		美国国债	999	184	453	1,016	11	268	598	359	1,253	127	603	530	
		政府机构债券	37	77	46	164	59	226	140	89	270	98	123	193	134
	期末持仓	企业债	527	200	243	342	28	163	530	136	280	437	92	375	386
		股票	4	-154	739	-2	-778	-245	12	278	1,236	-354	-401	286	308
		中长期国债	68,995	68,906	68,582	67,438	65,296	65,432	66,652	66,608	66,566	66,193	66,566	65,943	63,627
		短期国库券	10,659	10,548	10,827	10,646	10,354	10,609	10,362	9,972	9,622	9,000	9,177	9,626	9,658
美国国债		79,654	79,454	79,409	78,084	75,650	76,041	77,014	76,580	76,188	75,193	75,743	75,569	73,285	
政府机构债券		13,230	13,357	13,430	13,659	12,974	13,140	13,134	13,052	12,702	12,756	12,755	12,439	12,372	
企业债		44,123	43,983	44,054	42,205	40,121	40,575	41,504	41,332	41,023	40,644	40,732	40,317	39,250	
股票	155,535	148,293	146,652	139,581	129,689	133,311	139,025	140,908	136,533	128,642	128,048	127,363	124,212		
	美国国债持仓占 全市场比例	29.1%	29.3%	29.5%	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	29.1%	28.6%	29.1%	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，2月外资对美国国债“买长也买短，以长为主”，继续边际拉长久期；在美国股续创新高的背景下保持谨慎，仅小幅买入美股。

从投资人划分来看，2024年2月私人外资净买入362亿美元的美国证券资产（见图5），逆转了1月的小幅净卖出。从具体项目来看，私人外资净买入1175亿美元的长期证券，其中：净买入中长期国债714亿美元，为连续第五个月持续净买入（四个月合计净买入2675亿美元），并且是2023年11月以来的新高；净卖出股票40亿美元，为连续两个月净卖出（两个月合计净卖出204亿美元）。与此同时，私人外资净卖出了68亿美元的短期证券，其中净卖出短期美国国库券49亿美元，为连续两个月净卖出（两个月合计净卖出331亿美元）。

另一方面，2月官方外资净买入了155亿美元的美国证券资产，为连续第四个月持续净买入（四个月合计净买入904亿美元）。从具体项目来看，官方外资净买入了282亿美元的长期证券，其中：净买入了174亿美元的中长期国债，为连续第三个月持续净买入（三个月合计净买入462亿美元）；净买入了44亿美元的股票，为连续第三个月持续净买入（三个月合计净买入175亿美元）。与此同时，官方外资小幅净买入了172亿美元的短期证券，其中净买入了160亿美元的短期美国国库券，为连续第五个月持续净买入（五个月合计净买入318亿美元），并且是2023年7月以来的新高。

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)	2024/2	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	362	-484	865	2,062	-723	-286	1,593	1,375	933	-1,702	-286	720	312
	长期证券	中长期国债:净额	714	416	30	1,047	466	-136	261	243	370	36	697	509	299
		政府机构债券:净额	49	123	55	209	4	224	129	72	147	42	109	52	108
		企业债:净额	451	174	222	315	10	154	456	132	267	416	97	310	395
		股票:净额	-40	-164	619	1	-664	-93	-10	198	1,064	-390	-398	217	175
	长期证券_净额总计		1,175	549	926	1,573	-185	149	836	645	1,847	103	506	1,089	978
	短期证券	短期美国国库券:净额	-49	-282	141	180	-258	279	378	187	763	-208	-240	15	182
		其它可转让证券:净额	-19	-49	-213	39	-449	-372	-41	250	-743	-389	292	-39	-536
	短期证券_净额总计		-68	-331	-72	219	-707	-93	337	437	20	-597	53	-24	-354
	官方	总量	月度国际资本流动:净额	155	176	429	144	-133	-122	-59	-34	52	-31	437	258
长期证券		中长期国债:净额	174	47	242	-323	-201	157	-53	-235	261	268	355	52	475
		政府机构债券:净额	-11	-46	-8	-46	55	2	11	18	124	56	14	140	26
		企业债:净额	76	26	21	27	18	8	74	4	13	21	-5	64	-9
		股票:净额	44	10	121	-3	-114	-152	23	80	172	36	-3	69	132
长期证券_净额总计		282	37	375	-345	-241	16	55	-133	569	381	361	326	624	
短期证券		短期美国国库券:净额	160	3	40	112	3	-33	12	162	-141	31	-209	-47	73
		其它可转让证券:净额	12	8	24	4	6	-125	-22	143	-224	-10	16	13	-46
短期证券_净额总计		172	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	516	-308	1,294	2,206	-856	-408	1,534	1,342	985	-1,733	151	978
	长期证券	中长期国债:净额	888	463	272	724	266	21	208	9	631	304	1,052	562	774
		政府机构债券:净额	37	77	46	164	59	226	140	89	270	98	123	193	134
		企业债:净额	527	200	243	342	28	163	530	136	280	437	92	375	386
		股票:净额	4	-154	739	-2	-778	-245	12	278	1,236	-355	-401	286	308
	长期证券_净额总计		1,457	586	1,301	1,228	-426	165	891	512	2,417	484	866	1,415	1,602
	短期证券	短期美国国库券:净额	111	-278	180	292	-255	247	390	350	622	-177	-449	-32	255
		其它可转让证券:净额	-6	-41	-189	43	-443	-498	-63	392	-967	-399	308	-27	-581
	短期证券_净额总计		105	-320	-8	335	-698	-251	327	742	-345	-576	-141	-58	-326

资料来源:彭博,万得,美国财政部,中银证券

2024年2月公布的数据显示美国经济活动和通胀仍较强，市场继续回吐宽松预期，美元、美债长端收益率和美股继续携手走高。

具体来看，1月份，非农新增就业岗位（初值）35.3万人，显著高于21.6万人的前值以及市场预期的18.5万人；失业率为3.7%，同前值持平并低于市场预期的3.8%；CPI同比增速由去年12月的3.4%下降至3.1%，但仍高于市场预期的2.9%。与此同时，尽管Markit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2月也都进一步走向宽松，显示金融风险趋缓。

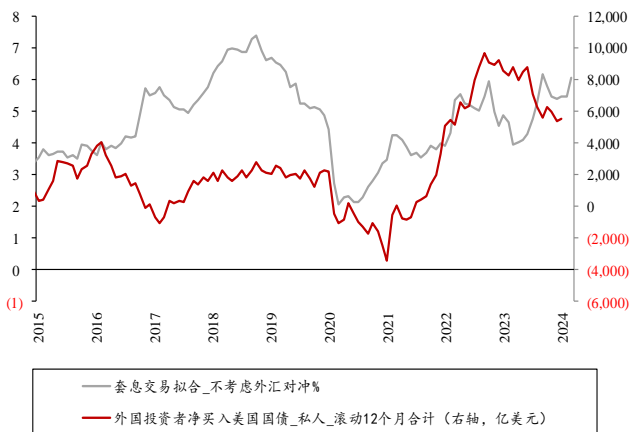
在上述经济数据背景下，市场自2023年12月以来的对于美联储货币政策放松的预期进一步回调，但经济数据的强劲仍然助力美国风险资产走高，美元、美债长端收益率和美股携手走高的特点在2月得以延续（见图表6）。具体来看，2月美债曲线较整体上移，其中曲线中部上移幅度最大（6个月、3年以及10年期美债收益率在2月分别走高约11、43和34个基点）。当月，美债的长端套息空间整体仍处于近期的较高水平（见图表7），这有助于解释外资对于美债的持续青睐。外资对美国国债“买长也买短，以长为主”，边际拉长久期的做法则可能意味着外资仍认为美联储未来的货币政策“易松难紧”，因而选择增加久期暴露。与此同时，2月全球风险资产呈现普涨态势，美股三大股指均有不错的表现。尽管历史数据显示外资在美股上呈现“追涨杀跌”的特征（见图表8），但在美股续创新高的背景下，当月外资却选择谨慎地小幅加仓美股，这或反映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的信心不足。

图表 6. 2024 年 2 月全球主要大类资产变动

全球主要金融资产指标		2024年1月末资产价格	2024年2月末资产价格	2024年2月价格变动
风险资产	比特币	42458	61431	44.7%
	标准普尔500指数	4846	5096	5.2%
	道琼斯工业平均指数	38150	38996	2.2%
	纳斯达克综合指数	15164	16092	6.1%
	日经225指数	36287	39166	7.9%
	COMEX铜期货	391	383	-1.8%
	上海深圳沪深300指数	3215	3516	9.4%
	标普/澳证 200指数	7681	7699	0.2%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1283	1328	3.6%
	创业板指数	1573	1807	14.9%
	韩国KOSPI指数	2497	2642	5.8%
	欧元区斯托克50价格指数	4648	4878	4.9%
	恒生科技指数	3006	3431	14.2%
	香港恒生指数	15485	16511	6.6%
	富时100指数	7631	7630	0.0%
	全球高收益债利差	4.3	3.9	38
	全球投资级企业债利差	1.1	1.1	5
	小麦期货(CBT)	595	578	-3.0%
	ICE布伦特原油期货	81.71	83.62	2.3%
	纽交所天然气期货	2.10	1.86	-11.4%
	美元兑日元	147	150	2.1%
	美元兑英镑	0.7881	0.7921	0.5%
	美元兑离岸人民币	7.1872	7.2078	0.3%
	金价	2040	2044	0.2%
美元兑欧元	0.9244	0.9255	0.12%	
美元指数即期汇率	103	104	0.9%	
10年期德国国债收益率	2.17	2.41	-24.5	
10年期美国国债收益率	3.91	4.25	-33.8	
10年期中国国债收益率	2.43	2.35	8.1	
避险资产				

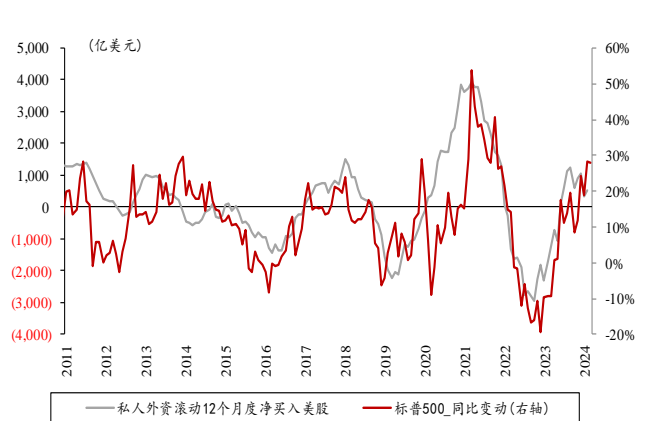
资料来源：彭博，中银证券；资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产 2017 年以来同 MSCI 全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的 BP 变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 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)



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

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



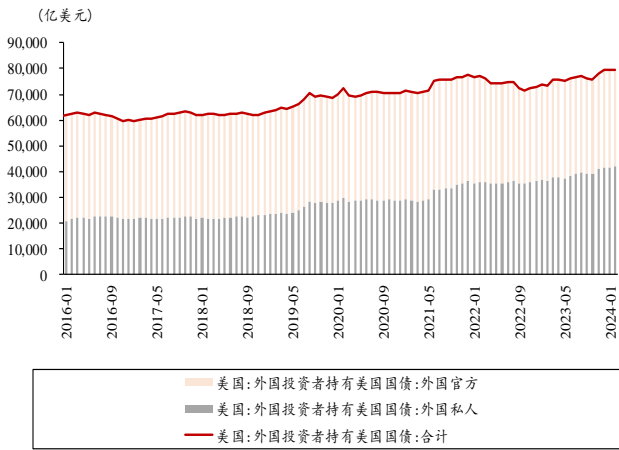
资料来源：彭博，中银证券

二、外资逆势大幅净买入美债，但中资继续净减持

2024年2月，虽然估值大幅下降，但外资美债持仓市值仍环比增加约200亿美元，主要受益于外资大幅净买入。

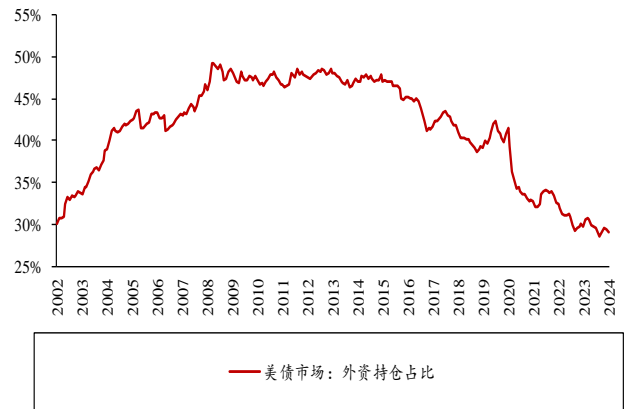
从存量角度看，如前所述，2月末外资持有的美国国债市值为约7.97万亿美元（官方和私人外资持仓大致相等，见图表9），较1月末增加约200亿美元。其中，负估值效应约为714亿美元，而净买入金额接近999亿美元（见图表11），为连续22个月持续净买入。从美债市场占比来看，外资占比由1月末的29.3%小幅回落至2月末的29.1%，延续了近期持续在30%左右震荡的格局（见图表10）。从机构划分来看，2月官方外资净买入美债334亿美元，显著强于上月50亿美元的净买入，但仍弱于上年同期548亿美元的净买入；私人外资净买入666亿美元，较上月134亿美元的净买入显著扩大，为连续第九个月净买入，也好于上年同期481亿美元的净买入（见图表12）。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



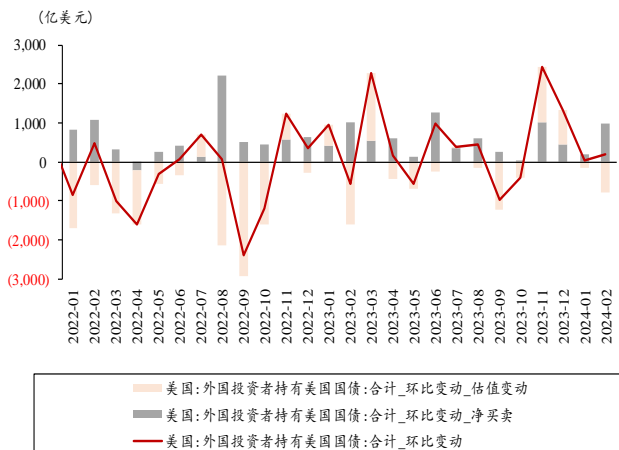
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 外资持仓美债市值占全市场比重



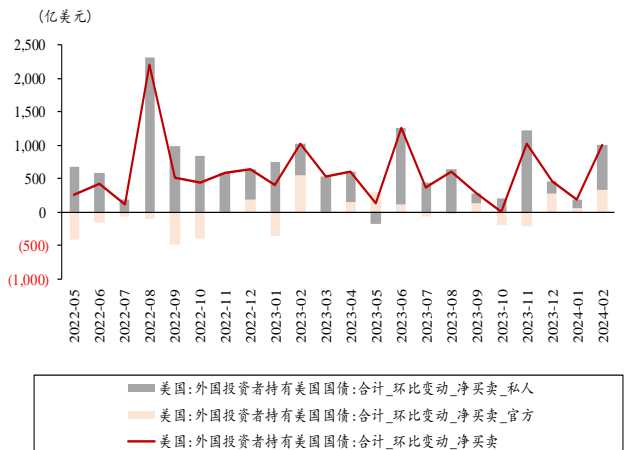
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 外资持仓美债市值变动：估值效应 vs 净买卖



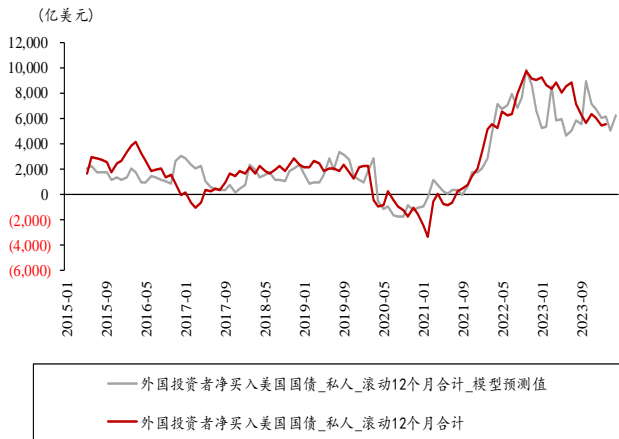
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 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 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

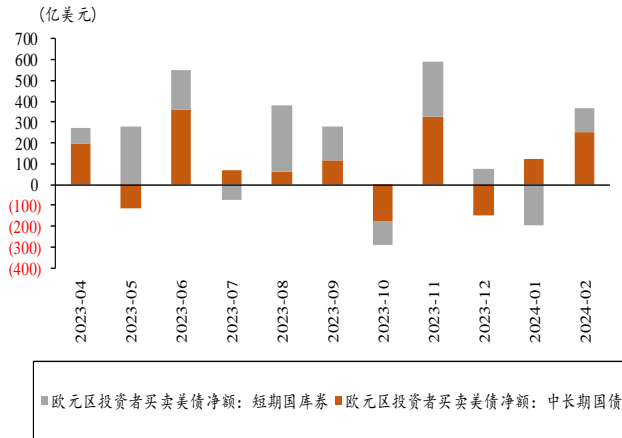
2024 年 2 月, 欧元区、英国和日本净买入美国国债, 中资则继续净卖出。

2 月, 欧元区持仓美债市值增加 408 亿至约 1.59 万亿美元, 其中负估值效应为约 101 亿美元, 净买入 365 亿美元 (其中净买入中长期国债和短期国库券的金额分别 251 亿和 115 亿美元), 逆转了上月 72 亿美元的净卖出, 同时净买入金额也高于上年同期的 266 亿美元 (见图表 15); 英国持仓美债市值增加 96 亿美元至 7008 亿美元, 其中负估值效应为约 43 亿美元, 净买入 67 亿美元 (其中净买入中长期国债和短期国库券的金额分别 45 亿和 22 亿美元), 净买入金额同 1 月大致持平, 但显著小于上年同期接近 1100 亿美元的净买入 (见图表 16); 中资投资者持仓美债市值减少 228 亿美元至 7750 亿美元, 其中负估值效应为约 83 亿美元, 净卖出 139 亿美元 (其中净卖出中长期国债和短期国库券的金额分别 132 亿和 8 亿美元), 净卖出金额较上月 178 亿美元有所收窄, 但仍显著弱于上年同期 83 亿美元的净买入 (见图表 17); 日本持仓美债市值增加 163 亿美元至约 1.17 万亿美元, 其中负估值效应约 151 亿美元, 净买入 327 亿美元 (其中净买入中长期国债和短期国库券的金额分别 247 亿美元和 80 亿美元), 较上月 156 亿美元的净买入有所扩大, 但仍显著弱于上年同期 713 亿美元的净买入 (见图表 18)。

2024 年 2 月, 中资机构净卖出美债和政府机构债 157 亿美元, 但小幅净买入 5 亿美元企业债和 10 亿美元美股, 合计净卖出美债及其他美国中长期证券 141 亿美元, 为连续两个月净卖出; 2 月末中资美债和政府机构债持仓合计下降 305 亿至 1.03 万亿美元, 企业债和美股的持仓则分别小幅上升至 201 亿和 3407 亿美元。

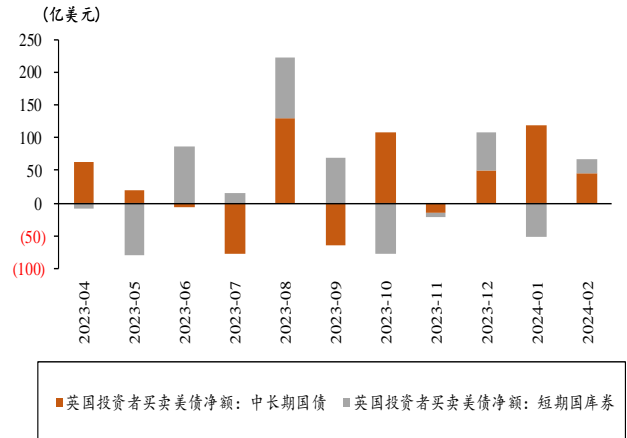
从交易角度看, 中资投资者在 2 月合计净卖出 157 亿美元的美债和政府机构债, 较上月 195 亿美元的净卖出有所收窄, 但上年同期为 75 亿美元的净买入, 滚动 12 个月合计净卖出 634 亿美元; 净买入 10 亿美元的美股, 较 1 月 6 亿美元的净买入有所扩大, 也显著好于上年同期 9 亿美元的净卖出, 但滚动 12 个月合计仍净卖出 176 亿美元。从持仓角度来看, 截至 2 月末, 中资投资者持有 7750 亿美元的美债以及 2594 亿美元的政府机构债, 二者共计约 1.03 万亿美元, 环比下降 305 亿美元 (其中负估值效应估算为 143 亿美元), 较 2023 年 2 月末持仓水平下降 637 亿美元 (其中负估值效应估算为 50 亿美元); 持有企业债 201 亿美元, 环比上升 2 亿美元 (其中负估值效应估算为 4 亿美元), 较 2023 年 2 月末持仓水平上升 6 亿美元 (其中负估值效应合计为约 6 亿美元); 持有美股 3407 亿美元, 环比上升 170 亿美元 (其中正估值效应估算为 160 亿美元), 较 2023 年 2 月末持仓水平上升 612 亿美元 (其中正估值效应估算为 722 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 2 月末的 1.39 万亿美元下降 335 亿至 2024 年 2 月末的 1.38 万亿美元。其中, 净卖出 922 亿美元, 正估值效应为 678 亿美元。

图表 15. 欧元区美债净买卖情况



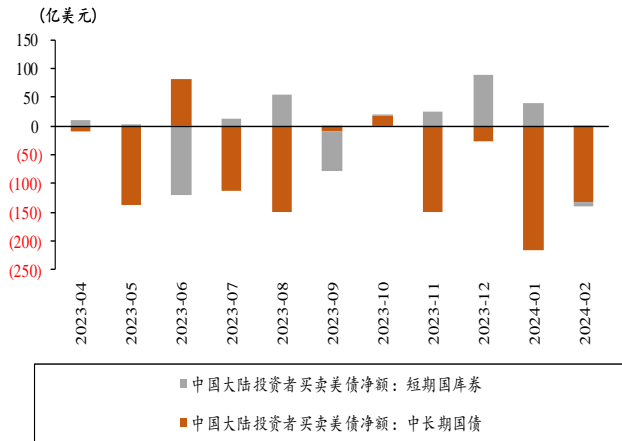
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 16. 英国美债净买卖情况



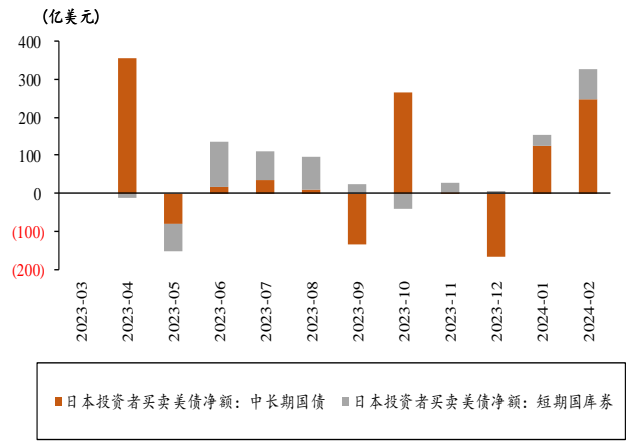
资料来源: 彭博, 中银证券

图表 17. 中资投资者美债净买卖情况



资料来源: 彭博, 中银证券

图表 18. 日本美债净买卖情况



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)	2024/2	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	563	471	331	586	354	526	620	681	686	798	393	655	487	
		政府机构债券	23	18	15	22	16	21	19	18	19	21	22	34	23	
		企业债	6	5	4	5	3	3	5	5	5	7	10	9	7	8
		股票	123	133	164	141	133	146	160	123	150	144	111	133	145	
	买入	中长期国债	431	253	304	436	373	516	471	569	767	662	383	517	547	
		政府机构债券	5	1	1	2	61	32	6	22	117	62	10	145	15	
		企业债	11	11	4	6	5	5	6	8	7	9	5	10	5	
		股票	133	140	133	139	105	114	109	114	151	121	90	136	136	
	交易净额	中长期国债	-132	-217	-26	-150	19	-10	-149	-112	81	-137	-10	-138	60	
		短期国库券	-8	39	90	26	1	-69	56	14	-119	4	12	86	23	
		美国国债	-139	-178	64	-125	20	-79	-93	-98	-38	-133	2	-52	83	
		政府机构债券	-18	-17	-14	-20	45	11	-13	4	98	41	-12	111	-8	
		企业债	5	6	0	2	2.3	2	1	3	0	-1	-3	3	-3	
		股票	10	6	-31	-1	-28.3	-32	-51	-9	1	-23	-21	3	-8.8	
	期末持仓	中长期国债	7,551	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	199	206	167	76	51	49	119	62	49	168	164	152	66	
		美国国债	7,750	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	2,594	2,671	2,715	2,625	2,527	2,551	2,637	2,686	2,698	2,632	2,624	2,639	2,491	
		企业债	201	199	196	190	184	183	188	193	189	198	200	201	195	
		股票	3,407	3,238	3,174	3,057	2,840	2,930	3,079	3,178	3,081	2,903	2,902	2,892	2,796	

资料来源: 万得, 中银证券

三、主要结论

2024年2月，美国经济活动和通胀仍较强，市场继续回吐宽松预期，但经济数据的强劲仍然推动美国风险资产走高，美元、美债长端收益率和美股携手走高的特点在2月得以延续。2月美债的长端套息空间整体仍处于近期的较高水平，这有助于解释外资对于美债的持续青睐。外资对美国国债“买长也买短，以长为主”，边际拉长久期的做法则可能意味着外资仍认为美联储未来的货币政策“易松难紧”，因而选择增加久期暴露。但另一方面，在美股续创新高的背景下，当月外资却选择谨慎地小幅加仓美股，这可能显示出外资对于估值高企的美股持续突破新高信心不足。在大幅增持美债的推动下，外资2月整体呈现小幅净买入美国证券资产的势头，逆转了1月的小幅净流出。从美债的主要持有国来看，欧元区、英国和日本继续净买入美国国债但中资仍净卖出，2023年以来中资净减持美债及其他美国中长期证券资产的基本趋势仍在延续。

美国经济活动和通胀韧性偏强的特征在3月和4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3月通胀数据（PPI以及CPI）仍然较强。在美国经济“不着陆”概率显著提升的背景下，叠加全球地缘政治风险可能对美国未来的通胀路径带来的不确定性，市场对美联储宽松预期做出了显著的回调。与此同时，近期美联储则也开始“顺水推舟”地对前期坚持的“2024年全年降息三次”的政策路径引导进行调整。未来数月，美国通胀或仍将处于较高水平，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