彭文生：外资对中国国债需求有多强

意见领袖丨彭文生（中金公司首席经济学家、研究部负责人）

疫情暴发以来，大量外资持续流入中国政府债券（CGBs）。往前看，海外投资者对 CGBs 的需求韧性能否持续？我们从 CGBs 的避险、收益以及风险分散三方面属性判断外资将趋势性增持 CGBs。除了 CGBs 自身属性的吸引力，随着 CGBs 纳入全球指数、资本账户加速放开、金融改革不断深化，中国债市与全球市场也将进一步融合，进而鼓励主动和被动配资继续增持 CGBs。

自疫情在全球暴发以来，海外资金流入中国政府债券累计达 1161 亿美元（中债登数据）；今年初至今，外资流入仍保持强劲态势，累计流入 377 亿美元。为应对疫情引致的经济衰退，发达国家尤其美欧进行了史无前例的量化宽松，带来充裕的流动性流入资本市场。在以往美欧量化宽松时期，资金为了“追寻收益率”，往往大举流入新兴市场。然而，这次不一样。根据 EPFR 数据，目前累计流入除中国外的新兴市场股票市场的资

金仅比疫情前略高；自疫情以来，除中国外的新兴市场本币计价政府利率债仍显示资金净流出。与之形成对比的是，中国本币计价资产在同期内显示出较强的韧性和吸引力。换句话说，疫情期间 DM（发达市场）放出来的水大多在 DM 内部流动，或流向中国。疫情过后，中国本币资产尤其是 CGBs 还能否持续吸引外资流入？我们从三个方面来回答这个问题。

首先，CGBs 跟其他新兴市场国债相比，避险资产的属性正在强化。通过梳理全球金融危机后三次主要针对新兴市场的冲击下国债的表现和外资净流入，我们发现 CGBs 显示出较强韧性。从市场承压时期各国国债表现来看，CGBs 回报率与发达国家债券相当，显著高于新兴市场本币计价政府利率债。去年全球疫情暴发初期，新兴市场甚至若干发达国家国债利率受期限溢价驱动普遍陡升，而 CGBs 利率却一路下行。另外，从外资净流入来看，这些压力时期新兴市场本币债券遭受大量外资净流出，而净流出 CGBs 的资金则较为克制。去年 3、4 月 CGBs 虽也遭遇外资流出，然而一来资金净流出持续时间较短、幅度也较小，二来在当时流动性枯竭（dash for cash）的背景下，全球国债均不同程度遭到抛售，美债也不例外。因此，从回报率和资金流来看，疫情以来 CGBs 的行为模式似乎显示其避险资产属性上升。

其次，CGBs 正在成为收益资产。我们预计，10 年期国债利率下半年震荡为主，伴有下行压力。然而，在下半年全球边际收紧、利率中枢抬升，更重要的是，国内流动性合理充裕的背景下，长端利率下行空间或有限。

https://www.yunbaogao.cn

虽然中美利差下半年将大概率继续收窄，但即使年底美债 10 年期利率升至 2.0%、CGBs10 年利率降至 3.0%，中美十年利差仍有 100 个基点的安全边际，高于历史平均水平。另外，我们预计中美中短端利差下半年仍将稳定在 150-200 基点的区间内。

相对于发达市场，德国、日本等国债收益率仍在 0 附近，我们预期美国十年期利率在通胀压力下未来一年多仍有 100 个基点的上升空间；反观整个人民币利率曲线的收益率，无论是动态还是静态收益，仍具有显著吸引力。另一方面，相较于高收益新兴市场国家（疫情暴发以来，新兴市场利率中枢显著下行，削弱了其利差优势），中国国债能够提供较高的风险调整后收益，且汇率风险相对较小。

CGBs 海外需求大致分三类：1．央行和主权财富基金；2．追踪指数的共同基金；3．绝对收益基金。前两类投资者对利率因素不甚敏感，因而其国债持有较有粘性。自“债券通”成立以来，这两类持有者占绝对多数比例。第一类投资者持有 CGBs 的主要目的是为了增加人民币头寸，分散外汇风险，因而不进行外汇对冲。根据 BIS 统计，共同基金配置海外债券时，通常 60%-70%情况下会选择对冲外汇风险。那么考虑了外汇对冲成本的中美 10 年期利差现在是多少呢？实际上，该利差去年底已转负，目前在负 100 基点附近震荡。由于这些共同基金往往是被动配资，即追踪指数，所以即使过去两三个季度外汇对冲后的利差持续收窄甚至为负，仍然趋势性增配 CGBs。对于绝对收益基金，收益率或者利差是其中一项重要考核因

https://www.yunbaogao.cn

素。由于中美中短端利差过去并且下半年仍稳定在高位，并且在其对人民币难有趋势贬值的预期下，往往选择做多 CGBs 中短端利率，同时不进行外汇对冲。对于这些主动配资，CGBs 能否对其现有投资组合带来额外的风险调整后收益也是另一个重要考核因素。下面我们具体分析下 CGBs 能否提升全球投资组合的表现。

第三，CGBs 助力提升全球投资组合风险调整后收益。判断某资产能否推进投资组合的有效前沿（efficient frontier），进而提升组合风险-收益表现，关键是看该资产自身收益率和其与组合内其他资产的相关性。CGBs 两者兼而有之。收益率因素上文已有论述，下面重点分析 CGBs 与其他资产的相关性，更具体地说，与美债的相关性，或者对美债的敏感性。

表面上，美债和 CGBs 在利率水平上相关性较显著，但实际上这并非意味美债利率对 CGBs 国债利率存在较强的溢出效应，或意味着前者对后者存在因果性，而是两个利率背后受同一个更根本的因素驱使。这个共同因素很大程度上是中美基本面走势。

研究表明，金融、贸易和通胀渠道是美债利率外溢效应的三个主要渠

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33536