



管涛：外资为何持续加仓中国？



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

债券通相关统计数据显示，2022 年 1 月末，境外机构净增持境内人民币债券 663 亿元至 4.07 万亿元，连续 10 个月上升。其中，境外机构在中央结算公司的债券托管量新增 501 亿元至 3.73 万亿元，连续 38 个月上升。虽然当前经济形势更趋复杂多变，国内面临“三重压力”，国外通胀高企和货币政策紧缩预期强烈，但是国际投资者对我国经济增长长期前景仍充满信心，选择继续增持人民币资产。这背后的原因是什么，如何看待这一现象？



中美利差收敛已在预期内

从全年看，2022 年中国和美国 GDP 增速差可能会创下上世纪 90 年代以来新低。但是，从趋势看，中国经济增长前高后低，而美国经济可能

逐季放缓。相较于美国的刺激政策效应逐渐减弱，今年我国经济增长的利好因素不少。对于造成去年下半年经济增速下行压力加剧的因素，去年底召开的中央经济工作会议的五个“正确认识”和“先立后破、稳扎稳打”适时纠偏，部分结构性堵点将迎来缓解，进一步释放经济活力。

中美利差收敛一定程度上会影响外资流入。欧美通胀高企和货币政策紧缩将逐渐推高国债收益率，而市场普遍预计我国仍将维持略偏宽松的货币政策，我国国债收益率可能易下难上。截至2月15日，中美10年期国债收益差较去年底下降51个基点至74.5BP，已低于80BP—100BP的“舒适区间”。

但是，中美利差收敛已在预期内。受此影响，1月份，境外净增持境内人民币债券环比下降5%，同比减少70%。即便如此，外资仍鲜有净减持人民币债券。因为对于全球第二大经济体来说，人民币债券在境外投资者的配置中可能仍处于“欠配”状态。

中央结算公司数据显示，境外机构债券托管量占比仅有4.24%，远低于美国的30%左右。此外，外资持有人民币债券结构相对单一，其中，国债和政策性金融债券占比分别达到68%和29%，企业和公司信用债未来仍有较大发展空间。

安全性流动性促外资加仓

“百年未有之大变局”和世纪疫情仍在持续影响全球经济。今年可预

见的海外风险并不少，如疫情尾部风险、美国中期选举、通胀风险（能源危机、粮食危机和供应链断裂）以及美联储紧缩等。国内相反，诸多政策和经济形势均指向以稳为主。这对于希望降低资产配置波动的外资来说颇具吸引力。

首先看安全性。疫情期间，曾多次出现海外疫情反复、中美利差收敛和外资大幅增持中债的组合。国内外投资者纷纷表示，人民币资产具有避险属性。目前来看，中美经济和政策周期错位可能“天然”形成了资产弱相关，甚至是负相关。

海外方面，通胀高企和美联储紧缩可能会引发市场进一步抛售美债，收益率上行无疑会对权益市场的估值形成压力。国内方面，中国人民银行“以内为主”形成共识，去年底、今年初的降准等实际行动表明稳增长势在必行。

汇率方面，国际货币基金组织（IMF）多次预警，新兴市场要警惕美联储紧缩引发外资逃离，中国也会受影响，但也称赞中国是新兴市场的“压舱石”。人民币汇率偏强的走势也进一步提高了外资留在中国的动力。不过，这也会在一定程度上加重监管部门对外汇市场和跨境资本流动的监控压力，可谓“甜蜜的烦恼”。

再看流动性。早在 2019 年，中国债券市场已跃居全球第二，仅次于美国。今年 1 月份，银行间市场日均交易量达 5.3 万亿元，远超外资持有量。加上日趋完善的债券衍生品市场，外资不愁人民币资产的变现能力。

另外，近年来我国金融双向开放力度不断扩大，“十四五”规划提出，全面提高对外开放水平，推进贸易投资自由化便利化，双向互通水平明显上升。

2020年2月，中国国债被纳入摩根大通新兴市场政府债券指数；2020年11月，中国国债和政策性金融债券完全纳入彭博巴克莱全球综合指数；2021年10月，中国国债被纳入富时世界国债指数。短短两年时间，国债就被纳入全球三大主流债券指数，也进一步增强了人民币债券资产的吸引力。

当前，除日本外，发达国家的货币政策几乎都是单向紧缩，就连近期欧洲央行也改口称，需要警惕高通胀。这会对新兴经济体货币的汇率带来一定不利影响。IMF 研究发现，美联储编制的广义美元指数与新兴经济体资本流动存在较强的负相关，2021年美元走强已经开始抑制资本流入新兴经济体市场。此外，美国10年期国债收益率仍有上升空间，加上货币政策紧缩引发的潜在国际金融动荡，大部分新兴经济体的日子并不好过。

理性看待汇率与外资加仓关系

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_37313

