



# 管涛：今年一季度外资大举 抛售美债了吗？



意见领袖 | 管涛

今年一季度，外国官方投资者持有美债份额继续下降。预计这将部分抵消同期美元指数反弹的影响，令全球美元外汇储备份额即便超出去年底的水平，但升幅亦将有限。也就是说，尽管当前美元较为强势，却仍难扭转美元储备货币地位的颓势。

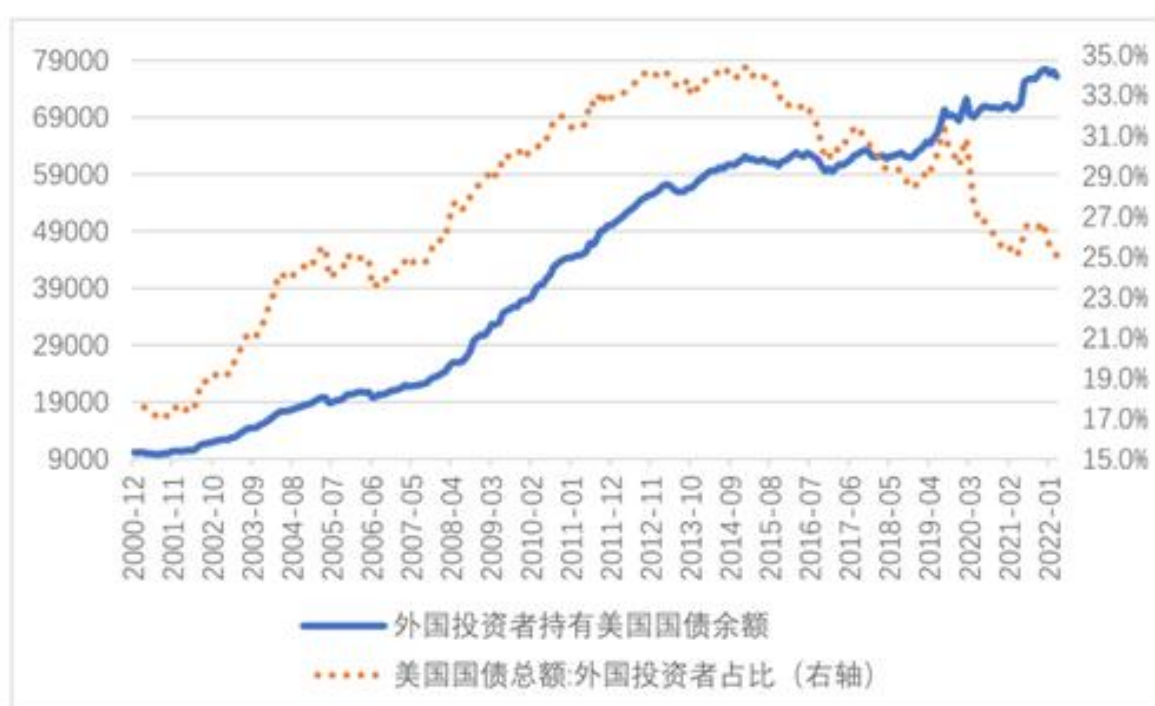


今年以来，在通胀高企、紧缩预期的推动下，美国国债收益率继续上行，10年期美债收益率从上年底的1.52%升至3%左右。在此背景下，市场抛售美债的说法甚嚣尘上。其中，外国投资者持有美债的情况成为市场炒作的焦点之一。

存量和流量维度反映的外国投资美债情况不尽相同

根据美国财政部最新的月度国际资本流动（Treasury International Capital, TIC）报告，不论从绝对规模还是相对水平来看，今年一季度外资美债持有均出现了较大降幅。截至 3 月底，外国投资者合计持有美债余额 76136 亿美元，较上年底减少 1341 亿美元，季度降幅为有数据以来次高，仅次于 2016 年四季度单季下降 1531 亿美元；外国投资者持有美债占美债余额的 25.2%，较上年底回落 1.1 个百分点，较 2015 年 1 月底的高点下降了 9.3 个百分点（见图 1）。

图 1：外国投资者持有美债情况及其占比（单位：亿美元；%）



资料来源：美国财政部；WIND；中银证券

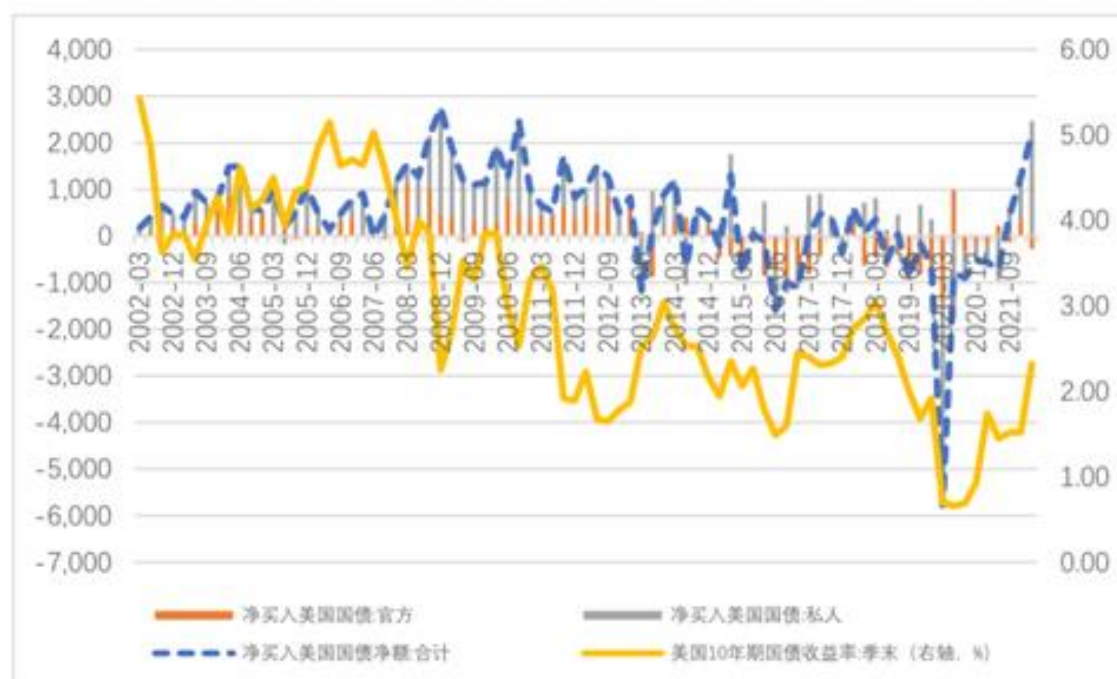
凭澜观涛

然而，同样根据 TIC 报告数据，却显示外国投资者总体增持了美债。一季度，外资净买入美债 2195 亿美元，其中，外国官方投资者（含外国央行）净卖出 274 亿美元，外国私人投资者净买入 2469 亿美元。因为同

期外国私人投资者买入美债的规模超过了外国官方投资者卖出的规模，二者轧差后，外资总体上仍在大举加仓美债，加仓规模为 2010 年四季度以来最高，去年同期为净卖出美债 564 亿美元。

这其实并不出人意料。一方面，美债收益率飙升，当季 10 年期美债收益率上行了 80BP（2016 年四季度上行 85BP），增强了美债对外国投资者的吸引力（见图 2）；另一方面，美债价格下跌，也通过资产再平衡效应，倒逼国际资本增加美债资产配置。

图 2：外资季度净买入美国国债情况与季末美债收益率（单位：亿美元；%）



资料来源：美国财政部；美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

美国财政部发布的这两套数据“打架”主要缘于统计口径差异。外国投资者持有美债余额为存量口径，还反映了非交易引起的变化，包括资产

价格重估和统计调整的影响；外国投资者买卖美债为流量口径，只反映交易引起的变化，完全是真金白银的变化。

今年一季度，由于美债收益率飙升，美债价格相应下降，导致外国投资者持有美债按市值重估后减少。据估算，同期，外国投资者持有美债负估值效应 3536 亿美元（除估值效应外，还包含了统计原因引起的非交易调整，下同），贡献了外国投资者持有美债降幅的 264%，其中：外国官方投资者负估值效应 664 亿美元，贡献了外国官方投资者持有美债降幅的 71%；外国私人投资者负估值效应 2872 亿美元，贡献了外国私人投资者持有美债降幅的 713%（见图 3）。可见，不论从外国官方还是私人投资者来看，负估值效应都是其持有美债余额变动的主要贡献项。总的来讲，外资是在主动增持美债，只是由于负估值效应导致持有美债余额被动减少。外资抛售美债是一种“数据幻觉”。

图 3：外国投资者持有美债分部门的估值效应（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

注：估值效应=期间外国投资者持有美债余额变动-当期外国投资者净买卖美

债差额。

凭澜观涛

当然，具体到某个国家和地区的投资者是不是在抛售美债，则要具体情况具体分析。美债前两大外国投资者——日本和中国的动向最为引人关注。今年一季度，两国持有美债余额合计减少 1008 亿美元，相当于同期外资持有美债降幅的 75%：日本投资者持有美债减少 717 亿美元，其中，净卖出美债 364 亿美元，占到 51%，负估值效应 353 亿美元；中国投资者持有美债减少 292 亿美元，其中，净卖出美债 141 亿美元，占到 48%，负估值效应为 151 亿美元（见图 4 和图 5）。

图 4：日本投资者持有美债变动及其净买卖美债和估值效应（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

凭澜观涛

由此可见，今年一季度，美债前两大外资持有人均减持了美债。同期，日本投资者不论持有美债余额降幅还是净卖出美债规模均超过了中国，且日本投资者持有美债总降幅中是净卖出主导，中国是负估值效应占优。从这个意义上讲，作为美国的“铁杆”，日本投资者更为积极地抛售美债，以规避美债价格下跌的风险。

图 5：中国投资者持有美债变动及其净买卖美债和估值效应（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

凭澜观涛

外资减持美债主要发生在特朗普执政时期

市场曾经认为，2008 年金融危机爆发后，美联储实施“零利率+量化宽松”的非常规货币政策，将降低美债吸引力，导致外国投资者抛售美债资产。但其实不然。

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\\_42908](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42908)

