



管涛：图解 6 月份美国国际 资本流动报告





要点

从最新的 TIC 报告，我们可获知以下基本事实：1. 外资持有美债明减实增；2. 官方减持但民间外资增持，总体抛售短债增持长债；3. 中资美债持有减少主要是负估值效应贡献；4. 日本和中国香港投资者持有美债余额下降较多，成因不同；5. 前些年俄罗斯持有美债余额骤降是典型的清仓式减持；6. 官方外资持有美债变动对全球美元储备资产份额有重大影响。

注：本文发表于《第一财经日报》2022 年 8 月 22 日。

日前美国财政部发布了 6 月份的国际资本流动报告(TIC)。报告显示, 到今年 6 月底, 外国投资者持有美国国债余额 74308 亿美元, 虽然环比增加 52 亿美元, 但较去年底高点依然累计减少 3169 亿美元。

“天下苦秦久矣”。2008 年和 2020 年两轮危机期间, 美国财政货币刺激火力全开, 大水漫灌, 终于招致全球高通胀卷土重来。美联储追赶式的激进紧缩, 令全球约六成低收入国家已处于或面临政府债务困境的高风险。同时, 近年来美国政府将美元武器化, 频频对其他国家采用经济金融制裁手段, 滥用二级制裁、长臂管辖, 肆意冻结他国政府和民间外汇资产, 信用本位的国际货币体系基础崩坏。因此, 每次 TIC 报告出来, 市场总想从中读出些别样的东西, 来印证心中的猜想。从最新的 TIC 报告, 我们可获知以下基本事实。

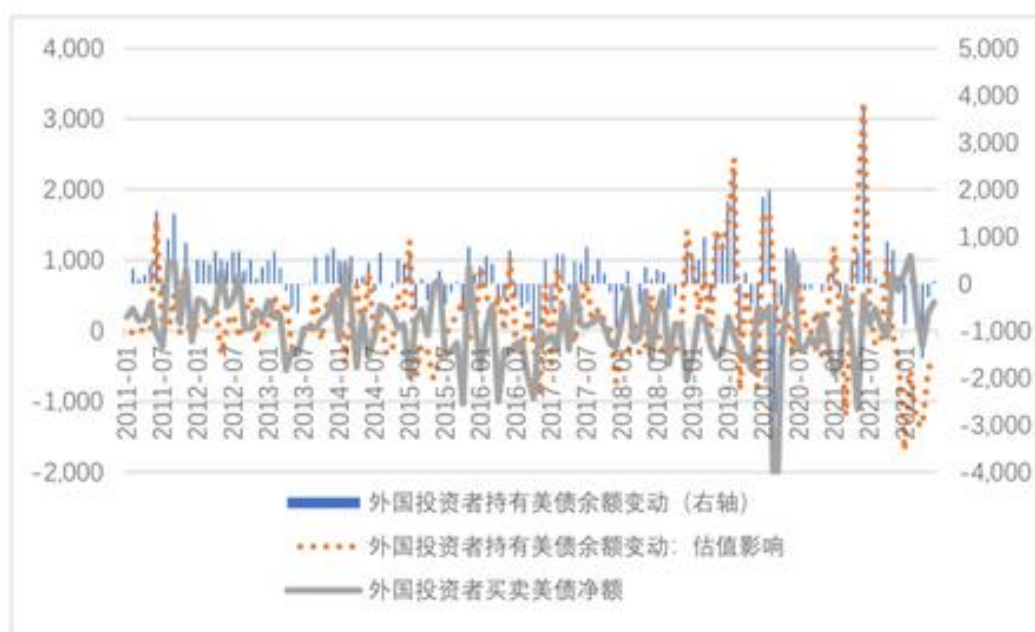
外资持有美债明减实增

TIC 流量统计数据显示, 今年上半年, 外资净买入美债 2664 亿美元, 增幅为 2011 年以来最高, 其中, 一季度净买入 2229 亿美元, 二季度净买入 435 亿美元。外资持有美债余额变化是 TIC 存量数据与流量数据之间的差距, 反映了债券资产价格变动的影响。今年上半年, 因美国通胀上行、美联储紧缩及紧缩预期, 1 年期和 10 年期美债收益率分别上升 214 和 146 个基点, 美债价格相应暴跌。这导致外资持有美债余额变动产生了 5833 亿美元的负估值效应, 其中, 一季度负估值效应 3571 亿美元, 二季度为 2262 亿美元。但这不是外资主动减持美债, 而是账面损益或者说是被动变

化。

其实，美债收益率处于历史低位的 2020 年 3 月至 2021 年 5 月的 15 个月间，仅有 2020 年 5、6、11 月和 2021 年 3 月，这 4 个月份为外资主动增持。随着 2021 年 4 月起美国 CPI 同比增速跳升至 4% 以上，美债收益率震荡走高后的 2021 年 6 月至 2022 年 6 月的 13 个月间，仅有 2021 年 10 月和 2022 年 4 月 2 个月份为外资主动减持，其中，今年前 6 个月仅 4 月份出现了短暂减持 222 亿美元，其他 5 个月份均为净增持（见图 1）。

图 1：外资持有美债余额变化及其构成（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

注：外资持有美债余额变动的估值影响=外资持有美债余额变动-外资买卖美债净额。

这契合了美债收益率上行，美债资产吸引力上升，国际资本回流美国，

美元指数走强的一般市场逻辑。今年 2~7 月份，外资持续减持境内人民币债券，就与中美利差收敛甚至倒挂有关。同期，月均 10 年期中美国债收益率差由+84BP 转为-10BP，外资累计减持人民币债券 5587 亿元，证券投资项下银行代客涉外逆差 1425 亿美元（见图 2）。2020 年 3 月，发生疫情大流行、经济大停摆、金融大动荡时，美元汇率飙升，美债和黄金等传统避险资产价格暴跌，国际资本逃向美元现金，只是市场极度恐慌情绪驱动的极端行情。

图 2：中国北向债券通资金流动与中美利差（单位：亿元人民币；亿美元；BP）



资料来源：国家外汇管理局；中央结算公司；上海清算所；美联储；

WIND；中银证券

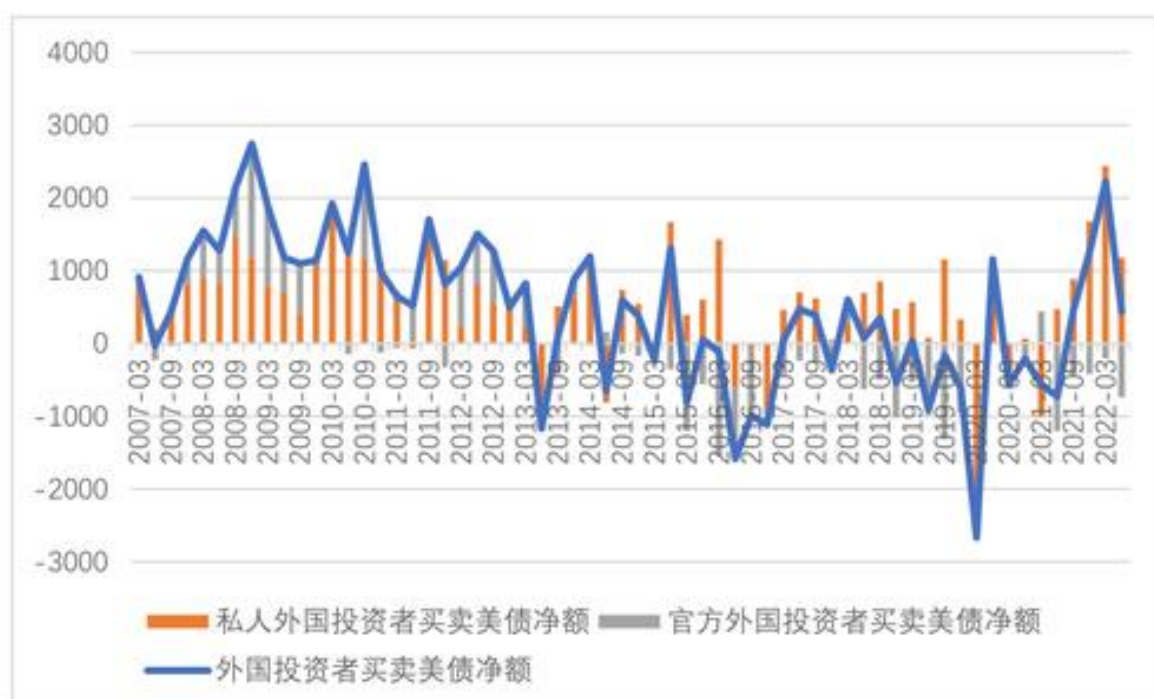
凭澜观涛

官方减持但民间外资增持，总体抛售短债增持长债

从交易主体看，今年上半年，官方外资净减持美债 951 亿美元，私人

外资净增持 3615 亿美元。从季度数据看，2018 年二季度以来，除 2020 年二季度外，官方外资均为净减持美债。同期，除 2020 年一三季度和 2021 年一季度外，私人外资均净增持美债，到今年二季度为连续五个季度主动增持，今年上半年增幅为史上最多（见图 3）。

图 3：外国投资者买卖美债的主体构成（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

凭洞观涛

从交易品种看，今年上半年，外资净买入中长期美债（Treasury bond）3593 亿美元，净卖出短期美国国库券（Treasury bill）929 亿美元。从季度数据看，外资连续四个季度主动增持中长期美债，却是 2021 年三季度以来再次主动减持美国国库券（见图 4）。可见，外资在美债收益率上行过程中，最近采取了“卖短锁长”的操作。这或反映了今年 3 月份以来，美债长短端利差快速收敛甚至倒挂，经济衰退预期增强的影响。

图 4：外国投资者买卖美债的品种构成（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

凭澜观涛

中资美债持有减少主要是负估值效应贡献

到今年 6 月底,中国投资者(既包括外汇储备经营机构等官方投资者,也包括银行、证券、基金、保险公司等私人投资者)持有美债余额 9678 亿美元,为月环比“七连降”,较去年 11 月底累计减少 1130 亿美元。同期,中资净卖出中长期美债 242 亿美元,与存量减少的缺口部分,为估值效应和中国投资者买卖美国国库券净额(见图 5)。

图 5：中国投资者持有美债的变动情况及其构成（单位：亿美元）



数据来源：美国财政部；WIND；中银证券

注：（1）某国家或地区投资者持有美债余额变动=买卖中长期美债净额+买卖短期美国国库券净额+估值效应（下同）；（2）估值效应的估算方法见下文。

对于分国别和地区的数据，TIC 只披露了中长期美债的买卖情况，没有短期国库券买卖的数据。为进一步区分中资买卖美国国库券的情况，假设外资持有美债余额变动的估值效应与中资相近，用外资持有美债余额变动与买卖美债净额轧差后的估值效应，除以外资持有美债余额的期初期末

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_45446

