

2020 年 09 月 13 日

外资行为，与市场逻辑

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **年初以来，外资大幅增持国内债券，缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率**
年初以来，外资持续增持国内债券，5 月开始增持规模明显扩大。前 8 个月，外资大幅增持国内债券、规模达 6111 亿元，以国债和政策性银行债为主、规模均接近 3000 亿元；除 1 月和 3 月小幅净减持外，其余 6 个月外资均明显净增持；尤其是 5 月至 8 月，外资增持力度明显加大、月均增持债券规模超过 1200 亿元。**外资大幅流入，主要缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率。**经验显示，汇率预期稳定、中美利差较高时，外资趋于流入；汇率大幅贬值或中美利差较低时，外资容易流出。2020 年 2 月下旬开始，中美 10 年国债收益率之差持续走阔，9 月初接近 250BP、创历史新高，吸引外资流入增多；6 月以来，汇率的持续升值进一步提高国内债券吸引力。此外，国内债券纳入国际指数也带来一定资金流入。

● **较高的中美利差有利于外资流入，中美利差中短期可能收窄、但中枢依然较高**
中美利差直观上是中美债市表现的结果，本质上由中美两国货币环境和经济形势的差异程度决定，前者决定中美利差中枢、后者影响波动。中美两国债券收益率之差中枢，与中美货币政策利率之差走势基本一致；同时，中美利差也受经济形势影响，2011 年之后，中美经济和物价的差异趋稳，中美利差波动也明显降低。**较高的中美利差有利于外资流入。随着美国逐步复工，中美利差中短期可能收窄、但中枢或依然较高。**中美经济所处发展阶段不同，潜在经济增速和利率水平不同，使得中美利差中枢近年来保持较高水平。全球疫情“错位”下，中美货币政策节奏和力度，及经济修复节奏的不同，推动中美利差创新高。随着美国逐步复工，疫情对美国经济的干扰趋于减弱，或带动中美利差有所收窄、但中枢或依然较高。

● **外资改变市场逻辑？非银机构“负债荒”，仍将阶段性对机构行为产生压制**
尽管外资持仓占比上升，国内债券持仓仍以银行和非银为主，主要受国内基本面和流动性影响。外资持有国债占全部国债存量比重，从 2014 年底的 2.6% 抬升至 2020 年 8 月的 9.2%，前 8 个月增量占比更高、达 14%，但仍远低于银行存量占比的 65% 和增量占比的 60%。外资主要持有利率债，对信用债的影响更为有限。随着年底临近，流动性分层下“负债荒”凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松，仍对机构行为产生压制。超储率过低下，政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大银行资金压力。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回，导致非银负债稳定性下降。非银机构“负债荒”的出现，使得债券市场阶段性“超调”的风险上升。但中长期来看，债券的配置价值已经在逐渐显现。

● **风险提示：**汇率大幅波动，监管升级。

相关研究报告

《宏观经济点评-信贷平稳，结构改善延续》-2020.9.12

《宏观经济点评-物价并非市场核心逻辑，流动性才是》-2020.9.9

《宏观经济专题-潜在的“流动性”风险》-2020.9.6

目 录

1、 外资行为，与市场逻辑	3
2、 研究结论：外资行为，并不改变国内市场核心逻辑	8
3、 风险提示	8

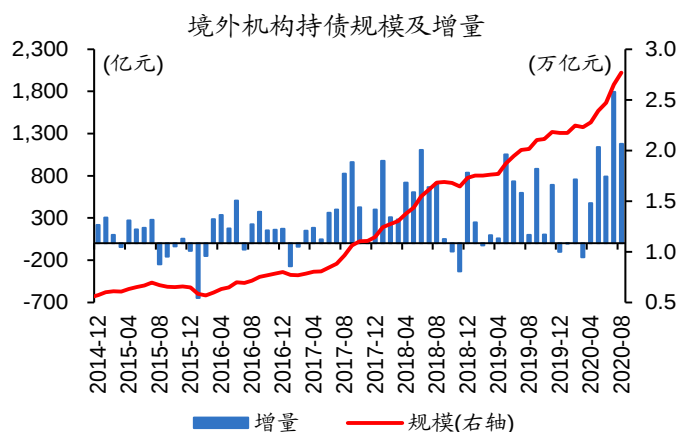
图表目录

图 1： 年初以来，外资大幅增持国内债券	3
图 2： 外资主要增持国债、政策性银行债	3
图 3： 中美利差较高时，外资持续流入	3
图 4： 汇率贬值压力较大时，外资趋于流出	3
图 5： 中美利差中枢由中美货币环境差异决定	4
图 6： 2011 年后，中美经济增速差距收窄，利差波动下降	4
图 7： 中、美无风险利率中枢存在明显差异	4
图 8： 全球疫情“错位”下，中美经济修复进度不同	4
图 9： 外资债券持仓占比逐步抬升，国债抬升更为明显	5
图 10： 前 8 月外资国债持仓增量占比较 2019 年有所抬升	5
图 11： 国债仍以银行持有为主	6
图 12： 信用债持有人以基金和商业银行为主	6
图 13： 4 月中下旬以来，货币市场利率逐步抬升	6
图 14： 7 月超储率或已降至 1 附近	6
图 15： 8 月以来，R007 和 DR007 利差走阔	7
图 16： 6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降	7
图 17： 6 月以来，货币型、债券型基金份额明显回落	7
图 18： 同业存单近一半由基金持有	7
图 19： 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升	8
图 20： 随着债市震荡调整，债券配置价值逐渐显现	8
表 1： 中国债券被纳彭博巴克莱和摩根新兴市场指数	5

1、外资行为，与市场逻辑

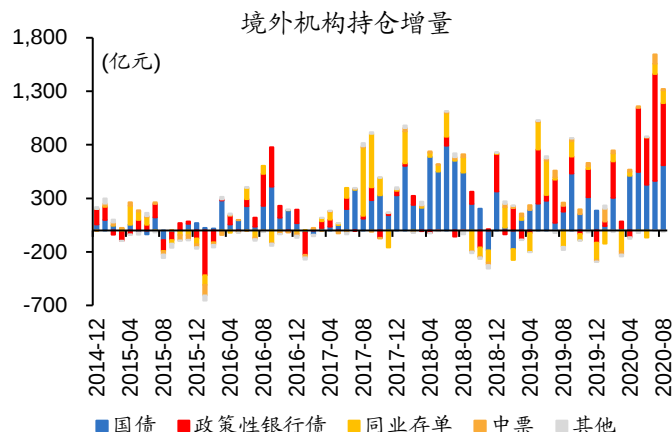
年初以来，外资持续增持国内债券，5月开始增持规模明显扩大。截至2020年8月，外资持有国内债券规模超过2.7万亿元、创历史新高。2020年前8个月来看，外资大幅增持国内债券、规模达6111亿元，以国债和政策性银行债为主、规模均接近3000亿元；除1月和3月小幅净减持外，其余6个月外资均明显净增持；尤其是5月至8月，外资增持力度明显加大、月均增持债券规模超过1200亿元。

图1：年初以来，外资大幅增持国内债券



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

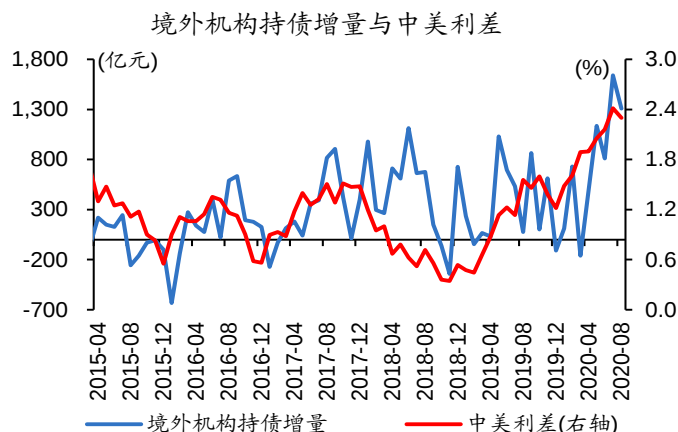
图2：外资主要增持国债、政策性银行债



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

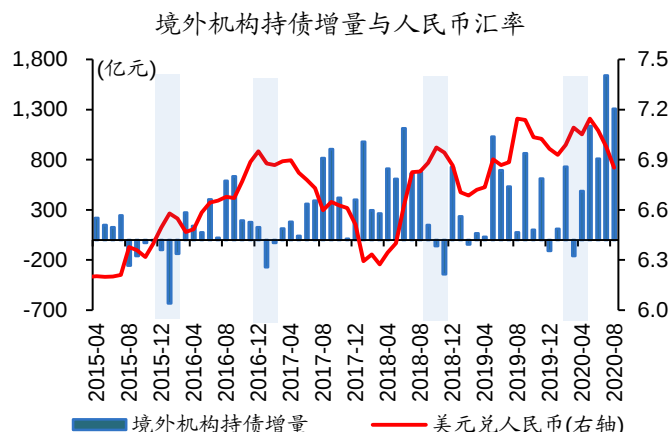
外资大幅流入，主要缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率。经验显示，汇率预期稳定、中美利差较高时，外资趋于流入；汇率大幅贬值或中美利差较低时，外资容易流出。2020年2月下旬开始，中美10年国债收益率之差持续走阔，由2月中的130BP左右扩大至9月初的接近250BP、创历史新高，吸引外资流入明显增多；6月以来，汇率的持续升值进一步提高国内债券吸引力。

图3：中美利差较高时，外资持续流入



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

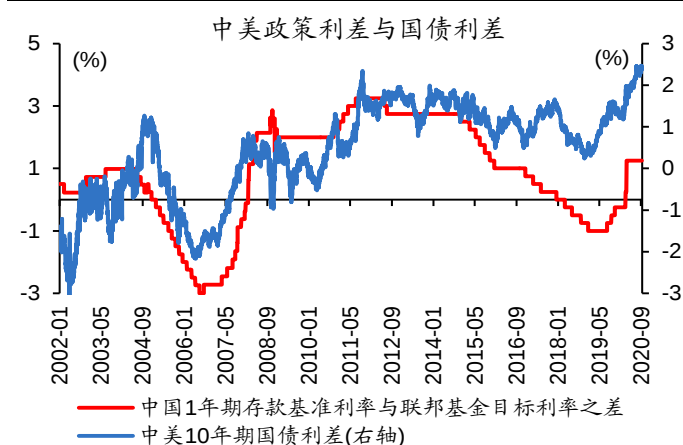
图4：汇率贬值压力较大时，外资趋于流出



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

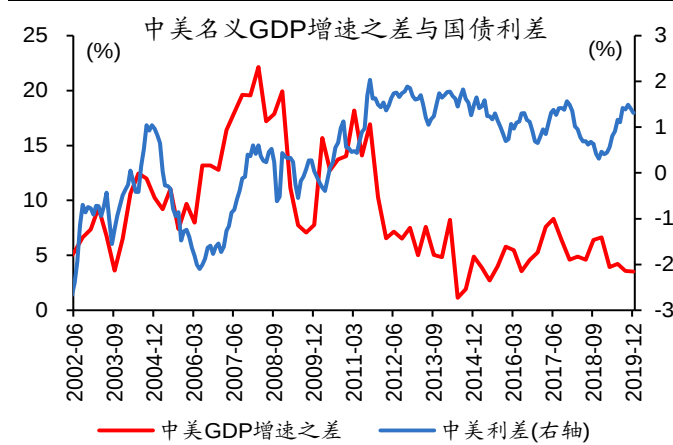
中美利差直观上是中美债市表现的结果，本质上由中美两国货币环境和经济形势的差异程度决定，前者决定中美利差中枢、后者影响波动。用中美 10 年国债收益率之差表示中美利差，中美基准利率之差来表示中美货币环境差异，可以发现，中美基准利率之差主导中美利差中枢的走势；同时，中美利差也受经济形势影响，2011 年之后，中美经济和物价的差异趋稳，中美利差波动也明显降低。疫情背景下，美联储大幅下调联邦基金利率、开启无限量 QE；而我国央行相对理性克制，适时下调逆回购利率、定向降准等加码对冲，推动中美利差大幅走阔。

图5：中美利差中枢由中美货币环境差异决定



数据来源：Wind、开源证券研究所

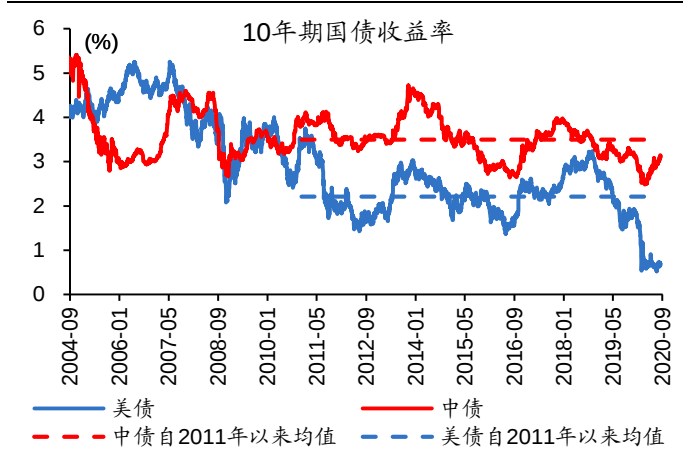
图6：2011 年后，中美经济增速差距收窄，利差波动下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

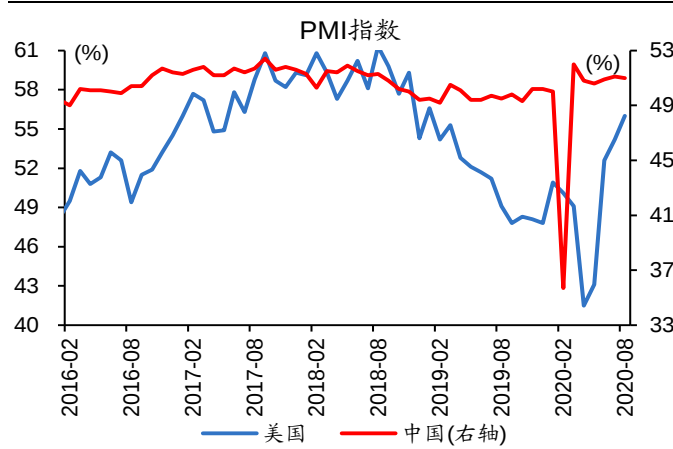
较高的中美利差有利于外资流入。随着美国逐步复工，中美利差可能阶段性收窄、但中枢或依然较高。中美经济所处发展阶段不同，潜在经济增速和利率水平不同，使得中美利差中枢近年来保持较高水平。全球疫情“错位”下，中美货币政策节奏和力度，及经济修复节奏的不同，推动中美利差创新高。随着中美先后复工，疫情对中美经济表现的干扰趋于减弱，或带动中美利差有所收窄，但中枢或依然较高，仍有利于外资流入。此外，我国债券被纳入国际主流指数，也带来较大规模资金流入。

图7：中、美无风险利率中枢存在明显差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：全球疫情“错位”下，中美经济修复进度不同



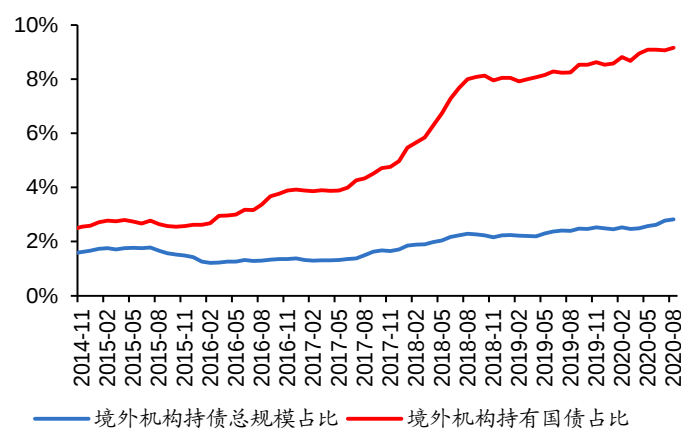
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 中国债券被纳彭博巴克莱和摩根新兴市场指数

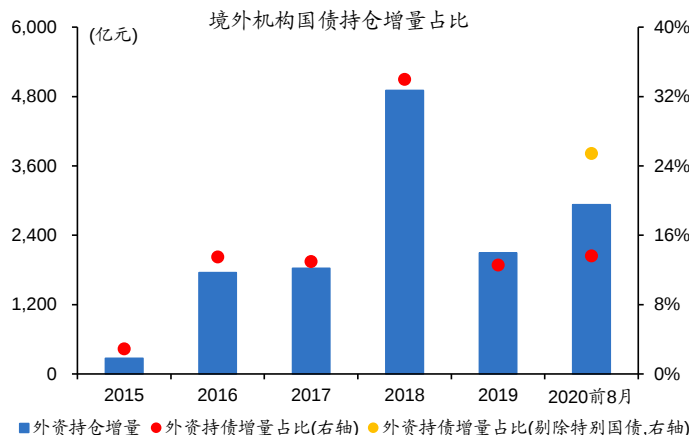
指标	彭博巴克莱指数 (BBGA)	花旗全球主权债指数 (WGBI)	摩根新兴市场指数 (GBI-EM)
指数供应商	彭博	富时罗素	摩根大通
创立时间	1984	1999	2005
债券类型	主权债、信用债、MBS 等	主权债	主权债
中国纳入时间	2019 年 4 月开始纳入，分 20 个月逐步完成	2020 年 9 月进行中期评 估后发布更进一步的信息	2020 年 2 月 28 日开始纳入，分 10 个月逐步完成
跟踪基金规模	约 3 万亿美元	约 2 万亿美元	约 2000 亿美元
中国债券占比	6.03%	/	10%
预计流入规模	约 1800 亿美元	/	约 200 亿美元

数据来源: FTSE、JPMorgan、Bloomberg、开源证券研究所

随着外资持续流入，外资债券持仓占比逐步抬升、对国债的边际影响增强。外资持有国内债券规模占全部债券的比重，从 2014 年底的 1.7% 抬升至 2020 年 8 月的 2.8%；持有国债占比抬升更为明显，从 2.6% 大幅抬升至 9.2%。边际变化来看，外资持有国债增量占全部国债净增量的比重，2016 年以来持续在 12% 以上，2020 年前 8 个月接近 14%、剔除特别国债后占比超过 25%，均高于 2019 年的 12.6%。

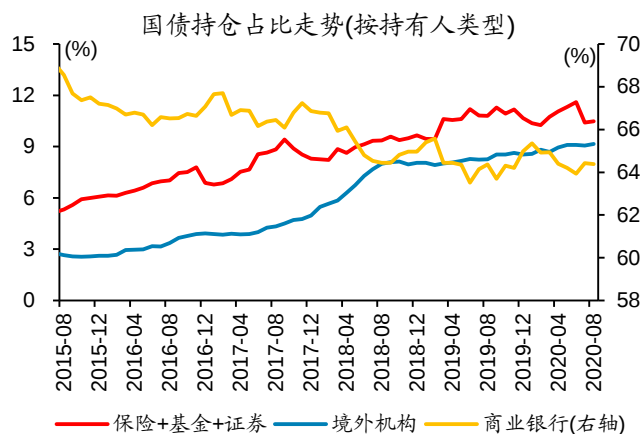
图9: 外资债券持仓占比逐步抬升，国债抬升更为明显


数据来源: 中债登、上清所、开源证券研究所

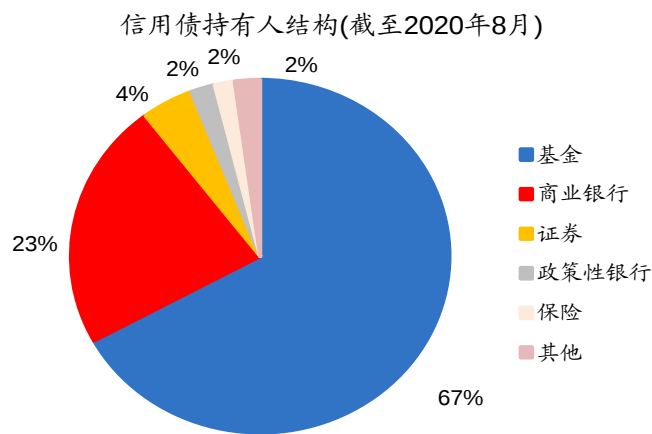
图10: 前8月外资国债持仓增量占比较2019年有所抬升


数据来源: 中债登、上清所、开源证券研究所

尽管外资持仓占比上升，国内债券仍以银行和非银机构持仓为主，主要受国内逻辑影响。外资持有国债存量比例，远低于非银机构的 11% 和银行的 65%，前 8 个月国债增量占比也明显低于银行的 60%；外资主要持有利率债、对信用债的影响更为有限，基金和银行分别持有 67% 和 23% 的信用债。由此可见，外资行为或对短期交易行为产生一定影响，但国内债市总体走势，仍主要取决于国内基本面和流动性环境。

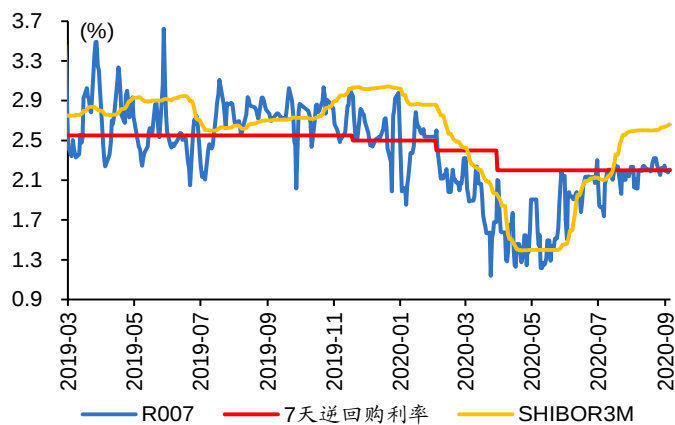
图11: 国债仍以银行持有为主


数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

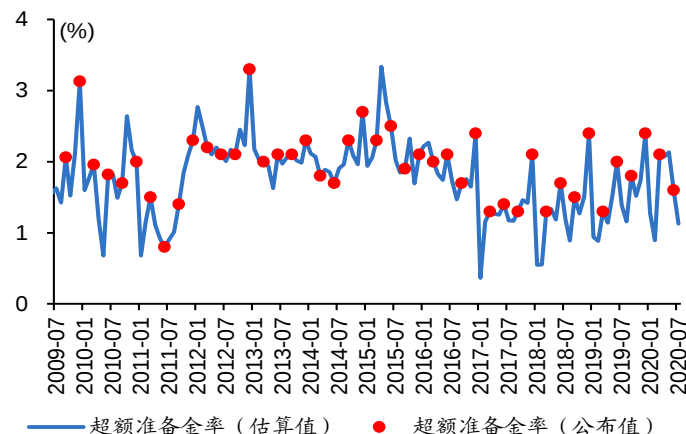
图12: 信用债持有人以基金和商业银行为主


数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

4月中下旬以来的债市调整，与流动性环境边际趋紧紧密相关；流动性分层下“负债荒”的凸显，进一步加大债市压力。疫情背景下，央行宽松加码，货币市场利率快速大幅回落，长端收益率大幅下行、一度创历史新低。随着国内疫情逐渐平复，流动性环境逐步回归常态，长端收益率开始震荡上行。7月中下旬以来，债券供给、结构性存款压降等，导致银行资金持续承压，8月超储率或已低于1%。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，R007与DR007利差明显走阔，非银机构出现“负债荒”，导致10年国债收益率进一步上行、突破3.1%。

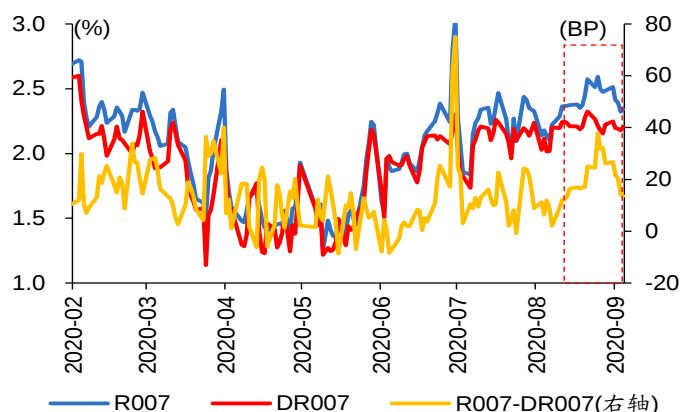
图13: 4月中下旬以来，货币市场利率逐步抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 7月超储率或已降至1附近


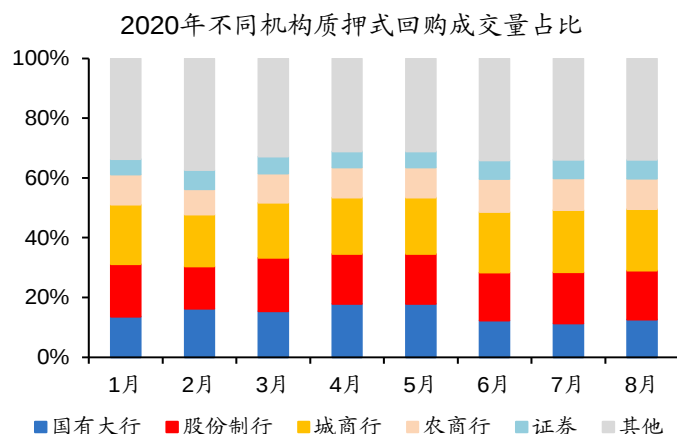
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 8月以来, R007和DR007利差走阔



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 6月以来, 国有大行质押回购成交占比明显下降



数据来源: 中国货币网、开源证券研究所

随着年底临近, 流动性分层下“负债荒”更加凸显、同业收缩压力加大, 或导致流动性环境阶段性易紧难松, 仍对机构行为产生压制。年内来看, 政府债券供给、结构性存款压降、同业存单到期等, 或进一步加大银行资金压力, 尤其是中小银行。负债承压下, 银行资金融出减少、甚至赎回, 导致非银负债稳定性下降。非银机构“负债荒”的出现, 使得债券市场阶段性“超调”的风险上升。但中长期来看, 债券的配置价值已经在逐渐显现(详细分析参见《潜在的“流动性”风险》)。

图17: 6月以来, 货币型、债券型基金份额明显回落

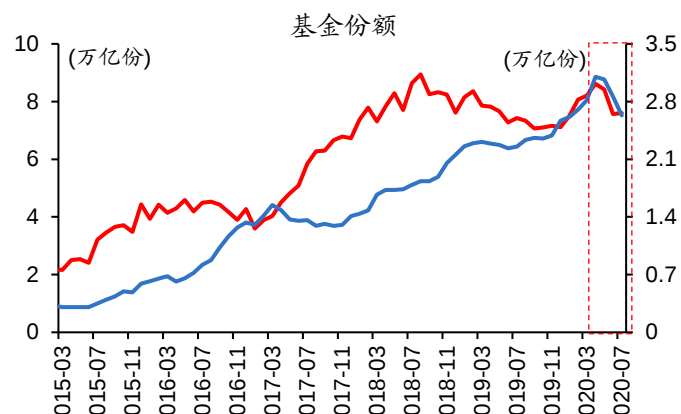
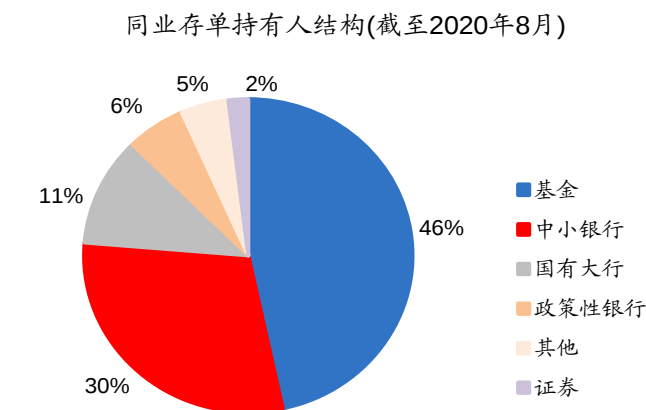


图18: 同业存单近一半由基金持有



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_2560

