

关注资产再平衡效应对外 资减持人民币债券的影响

2 月份以来，境外机构已经连续 3 个月减持人民币债券。我们认为，除中美利差收窄、地缘政治风险以外，从存量角度看，资产再平衡效应可能是外资减持的另一重要原因。

- 2022 年 2 月份，中美利差环比变化较小，但受俄乌冲突影响，外资开始大幅减持人民币债券，净减持规模在 3 月份创历史新高。4 月份，地缘政治冲突的次生影响明显缓解，但外资依然在大幅减持人民币债券。
- 资产再平衡，是指在投资组合的资产配置策略确定后，为了维持恒定投资权重所需要进行的资产交易行为。当投资组合中某一类资产收益很高时，投资者需要卖出一部分该类资产，以使投资组合的权重恢复平衡。
- 2022 年前 3 个月，美国国际资本流动报告中，流量数据显示，外国投资者连续净购买长期美债；而存量数据显示，外资却在减持长期美债。两个数据的差异，一定程度反映了美债收益率上行、美债价格持续下跌带来的负估值效应。前 3 个月美债价格下跌产生的资产再平衡效应，不排除促使外国投资者购入美债。
- 2022 年前 4 个月，全球债券指数下跌、中证全债指数上涨。这可能导致境外机构投资组合中的人民币债券超配，为此外资只能减持人民币债券资产。预计，随着美债收益率逐步见顶，由此引发的人民币债券资产减持也将接近尾声。
- 风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

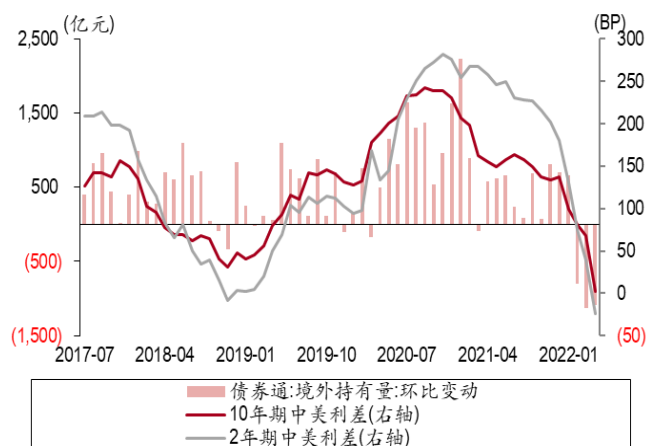
2022 年 2 月份以来，境外机构已经连续 3 个月减持人民币债券，减持规模分别为 804 亿、1125 亿和 1085 亿元。这在历史上较为罕见。关于外资为何持续减持人民币债券，市场普遍认为，其中既有中美利差收窄的影响，也有地缘政治风险带来的次生影响。但我们认为这两个因素不足以解释外资对人民币债券持续较大规模的减持行为，存量角度的资产再平衡效应可能被市场忽略。

中美利差和地缘政治冲突无法完全解释外资持续减持人民币债券

历史数据显示，从流量角度看，中美利差和外资持有人民币债券变动额存在较强的相关关系。2017 年 7 月至 2022 年 4 月，10 年期中美利差与外资持有人民币债券变动额的正相关系数为 0.56。以 2020 年为例，中美利差明显扩大，10 年期利差最高升至 249 个基点，促使外资加速增持人民币债券，全年累计增持超 1 万亿元。此后，中美利差逐步收窄。不过，外资除了在 2021 年 3 月份小幅减持人民币债券以外，2022 年 2 月份之前均在增持。2022 年 1 月份，10 年期中美利差均值为 99 个基点，外资增持人民币债券 663 亿元；2 月份，中美利差环比仅收窄了 17 个基点，但外资突然开始大幅减持人民币债券，当月净减持 804 亿元；3 月份，中美利差环比进一步收窄 16 个基点，减持规模扩大至 1125 亿元；4 月份，中美利差继续收窄甚至出现倒挂，外资减持规模反而小幅收窄至 1085 亿元。过去三个月的外资净减持规模，位列债券通业务启动以来单月净减持额前三（见图表 1）。

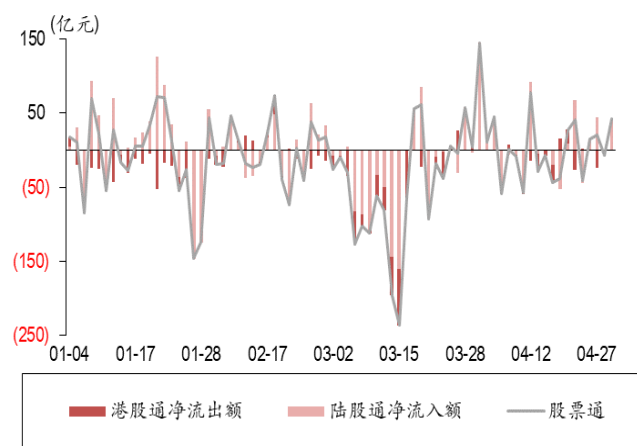
2022 年 2 月爆发的俄乌冲突，被普遍认为是引发外资减持人民币债券的另一重要原因。2 月 24 日，俄罗斯总统普京发表全国讲话，正式宣布俄军在乌克兰东部地区的军事行动，推高全球避险情绪。即便当时市场传闻有部分欧洲资金来华避险，但这部分避险资金流入规模显然不抵外资流出规模。尤其是 2 月 26 日美欧等西方国家宣布对俄罗斯进行 SWIFT 制裁后，外资流入 A 股速度放缓直至转为净流出。3 月 7 日至 15 日，受俄乌冲突风险外溢、美国证券交易委员会（SEC）发布“预摘牌名单”、国内疫情反弹等因素影响，股市中的外资流出速度明显加快，陆股通项下累计净卖出 668 亿元。直到 3 月 16 日国务院金融委会议召开，外资才重新回流股市，当月累计净流出收敛至 451 亿元。4 月份陆股通恢复累计净买入 63 亿元（见图表 2）。相对于债券而言，股票的风险资产属性更为突出，外资重新回流股市意味着地缘政治冲突带来的次生影响已经明显缓解。因此，地缘政治冲突不能成为解释 4 月份外资继续大规模减持人民币债券的理由。

图表 1. 中美利差与债券通境外持有人民币债券变动



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 股票通项下跨境资金流动状况



资料来源：万得，中银证券

资产再平衡效应可能是近期外资持续减持人民币债券的原因之一

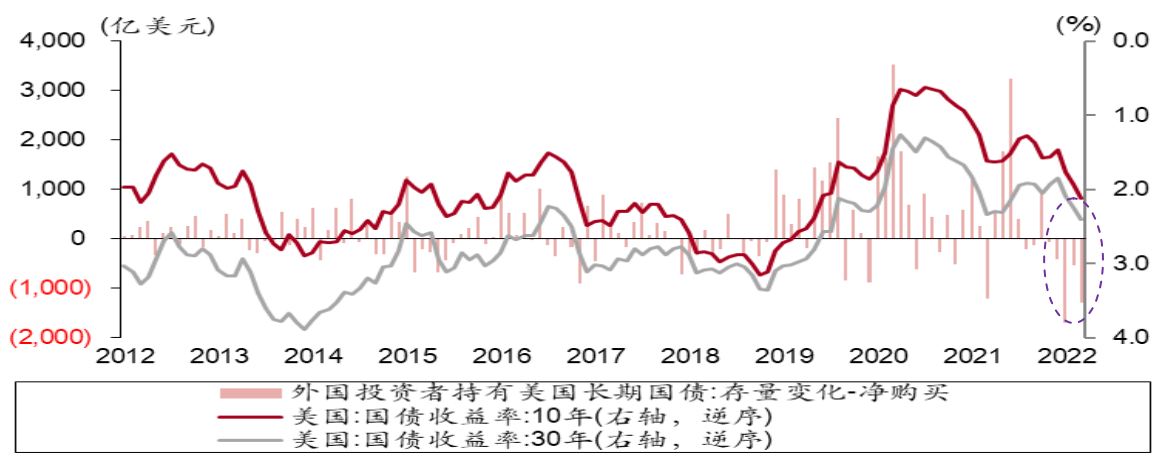
投资组合中的资产净购买量可以分为，维持恒定投资权重所需要的交易，以及由时变投资机会触发的交易两部分。前者即为资产再平衡（rebalancing）效应。例如，当投资组合中某一类资产收益很高时，投资者需要卖出一部分该类资产，以使投资组合的权重恢复平衡¹。

近期美债价格下跌，外国投资者实际可能没有减持美债反而净购入美债

美国财政部每月会发布国际资本流动报告（Treasury International Capital, TIC），其中包括外国投资者买卖美国长期证券数据（流量数据）和外国投资者持有美国长期证券的头寸数据（存量数据）。其中，流量数据来自 TIC S 表格，但该项数据存在多项统计缺陷。例如，根据第一个跨境交易对手的国家，而非最终买卖方所在国家记录数据；未完全考虑代表官方外国投资者进行的交易等。这些缺陷容易使数据使用者产生误导性的解读。2008 年国际金融危机加速了 TIC SLT “美国外国居民长期证券总持有量”的开发和引入，提供实际持仓的市值报告，而非资金流数据。该项指标最初公布的是 2011 年 9 月和 12 月的数据，自 2012 年起开始按照月度公布数据²。

从上述介绍可以看出，外国投资者净购买长期美债数据和持有长期美债存量数量变动之间的差异，除了包括统计方法改进导致的差异之外，还包括国债价格变化带来的估值影响。这在图表 3 得到印证：2012 年以来外国投资者持有长期美债存量变化和流量数据的差异，与美债收益率表现存在一定的负相关性。2022 年前 3 个月，流量数据显示，外国投资者连续净购买长期美债 1985 亿美元，但存量数据显示，外国投资者却在减持长期美债 1551 亿美元。两个数据之间的相互“打架”，一定程度上可以由美债价格持续下跌带来的负估值影响解释。因此，我们不宜简单根据存量数据判断外国投资者在减持美债，甚至不能排除，前 3 个月美债价格下跌导致其在外资投资者投资组合中的权重下降，为保持投资组合资产配置的稳定，外国投资者净购买美债的可能，而不仅仅是因为美债收益率飙升提高了美债的吸引力。

图表 3. 外国投资者持有长期美债存量变化与流量的差额和美债收益率变动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

¹ Bohn, H., and L. L. Tesar. 1996. Us equity investment in foreign markets: portfolio rebalancing or return chasing? *The American Economic Review* 86:77-81.

² Improving the Measurement of Cross-Border Securities Holdings: The Treasury International Capital SLT, *Federal Reserve Bulletin*, May 2012, Vol.98, No.1.

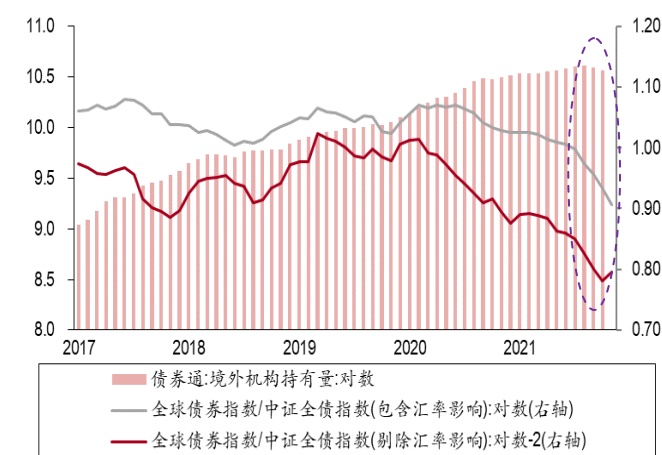
近期中债价格表现好于美债，一定程度上可能促使外资减持人民币债券

2018 年以来，中国金融开放加速，中国债券相继被纳入全球三大债券指数——彭博巴克莱全球综合债券指数（2019 年 4 月）、摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数（2020 年 2 月）、富时世界国债指数（2021 年 10 月），外资持有人民币债券规模明显增加。尤其是 2020 年随着中美利差创历史新高，外资增持人民币债券过万亿元。2021 年，虽因中美利差收敛，外资增持人民币债券有所放缓，但仍达到近 8000 亿元的规模。2019 至 2020 年，外资累计净增持人民币债券 2.27 万亿元，三年累计贡献了 2021 年底外资持有境内人民币债券托管量的 62%。尽管外资在中国债券市场占比仍然较低，但由于存量规模较大，且利差优势消失，资产再平衡效应可能逐渐显现。

2017 年 7 月至 2022 年 4 月，无论是否考虑汇率因素，以美元标价的已对冲全球债券指数（Barclays Global Aggregate Total Return Index USD Hedged）与中证全债指数之比和外资持有人民币债券规模长期负相关，直到 2021 年 9 月份以来转为正相关（见图表 4）。这恰逢人民币债券完成纳入全球三大债券指数附近，可能意味着外资配置阶段暂告一段落。并且，包含汇率影响的相关系数持续小于不含汇率的相关系数，显示人民币汇率灵活有助于缓解了资产再平衡调整压力。

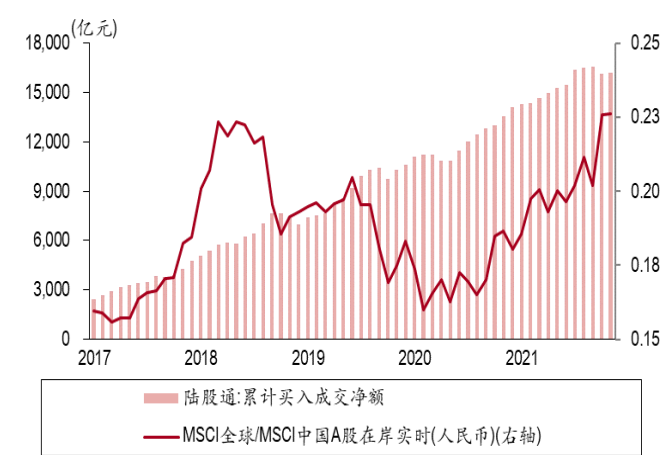
2022 年前 4 个月，美债收益率再次飙升，全球债券指数累计下跌 7.5%，中证全债指数上涨 1.3%，二者之比明显下降（见图表 4）。为避免债券投资组合中的人民币资产超配，外资或被迫采取减持人民币债券的操作。2 至 4 月份，外资累计减持人民币债券 3014 亿元，其中减持人民币国债 1293 亿元。相反，尽管股票是典型的风险资产，但人民币股票资产不存在上述问题。2022 年前 4 个月，明晟全球指数下跌了 11%，明晟中国 A 股在岸指数下跌了 21%（见图表 5）。预计，随着美债收益率逐步见顶，由此引发的人民币债券资产减持也将接近尾声。

图表 4. 全球债券指数和中证全债指数比重与外资累计持有人民币债券情况



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 5. MSCI 全球、中国 A 股在岸实时指数与陆股通北上资金累计买入成交净额情况



资料来源：万得，中银证券

主要结论

2022 年 2 月份以来，外资已经连续三个月大幅减持人民币债券，这在历史上较为罕见。我们认为，外资持续减持人民币债券的现象，不能完全由中美利差收窄和地缘政治冲突解释，也和国内投资环境无关。从存量角度看，全球和中国债市表现差异带来的资产再平衡影响可能被市场忽略。

前期美债收益率飙升，而中债收益率稳中趋降，为避免人民币债券超配，资产再平衡效应或导致外资采取了减持人民币债券资产的操作。未来外资是继续减持人民币债券还是转为增持，取决于美债收益率何时见顶，中美利差趋于稳定。这也是中美货币政策分化的副产品。

2021 年 9 月份，易纲行长在《金融研究》发表的文章指出，近年来中美两国国债收益率的相关性有所上升³。跨境资金流动应该是美债利率向中债利率传导的重要渠道。近期外资持续减持人民币债券一定程度上限制了债券市场利率下行。4 月末，2 年期和 10 年期中债收益率分别较 1 月末上升 22 个基点和 14 个基点。

所有资金流出都是从流入开始的。前两年，中债收益率明显高于美债，吸引大量外资增持人民币债券，推动了人民币升值。今年 3 月中旬以来，随着内外因素反转，人民币汇率出现快速调整。从资产再平衡角度来看，人民币贬值不仅没有加速外资流出，反而起到了减记人民币债券资产的美元价值的效果，在一定程度上缓解了外资的抛压。这再次说明了，金融开放背景下保持汇率灵活的重要性。

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_42241

