2020 年 09 月 13 日

外资行为，与市场逻辑

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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

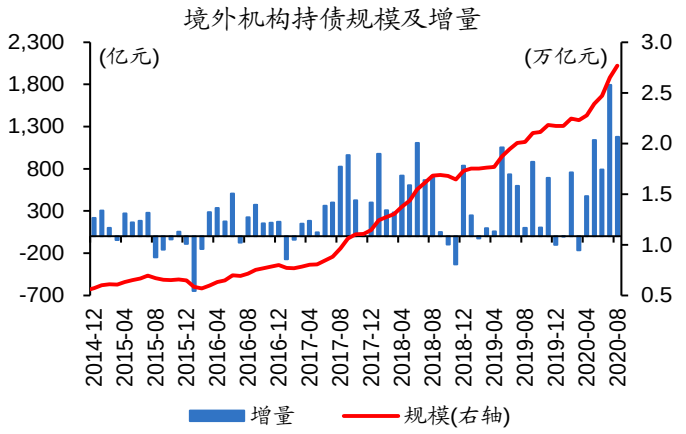
图 1： 年初以来，外资大幅增持国内债券 3
图 2： 外资主要增持国债、政策性银行债 3
图 3： 中美利差较高时，外资持续流入 3
图 4： 汇率贬值压力较大时，外资趋于流出 3
图 5： 中美利差中枢由中美货币环境差异决定 4
图 6： 2011 年后，中美经济增速差距收窄，利差波动下降 4
图 7： 中、美无风险利率中枢存在明显差异 4
图 8： 全球疫情“错位”下，中美经济修复进度不同 4
图 9： 外资债券持仓占比逐步抬升，国债抬升更为明显 5
图 10： 前 8 月外资国债持仓增量占比较 2019 年有所抬升 5
图 11： 国债仍以银行持有为主 6
图 12： 信用债持有人以基金和商业银行为主 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

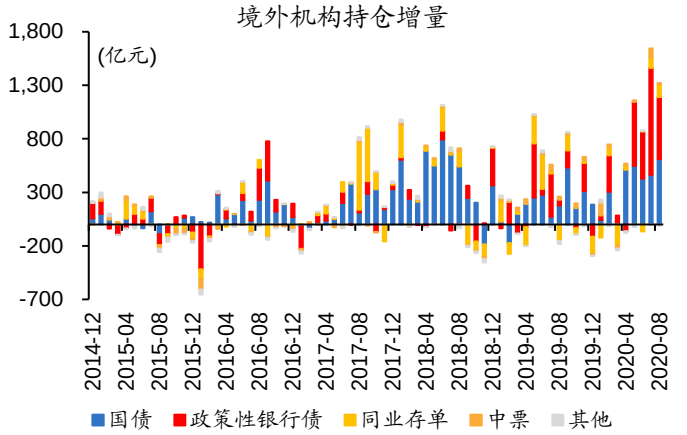
年初以来，外资持续增持国内债券，5 月开始增持规模明显扩大。截至 2020 年 8 月，外资持有国内债券规模超过 2.7 万亿元、创历史新高。2020 年前 8 个月来看，外资大幅增持国内债券、规模达 6111 亿元，以国债和政策性银行债为主、规模均接近 3000 亿元；除 1 月和 3 月小幅净减持外，其余 6 个月外资均明显净增持；尤其是 5 月至 8 月，外资增持力度明显加大、月均增持债券规模超过 1200 亿元。

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

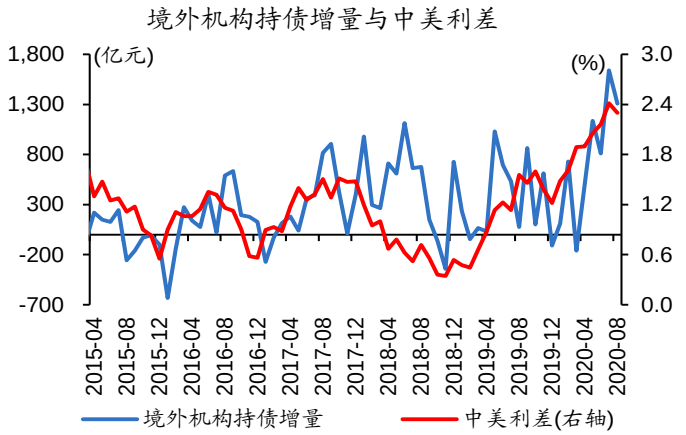
图2：外资主要增持国债、政策性银行债



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

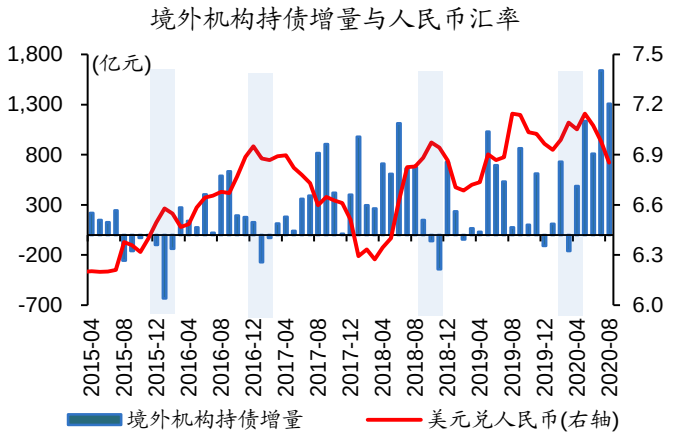
外资大幅流入，主要缘于较高的中美利差和稳中有升的汇率。经验显示，汇率预期稳定、中美利差较高时，外资趋于流入；汇率大幅贬值或中美利差较低时，外资容易流出。2020 年 2 月下旬开始，中美 10 年国债收益率之差持续走阔，由 2 月中的 130BP 左右扩大至 9 月初的接近 250BP、创历史新高，吸引外资流入明显增多；6 月以来，汇率的持续升值进一步提高国内债券吸引力。

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

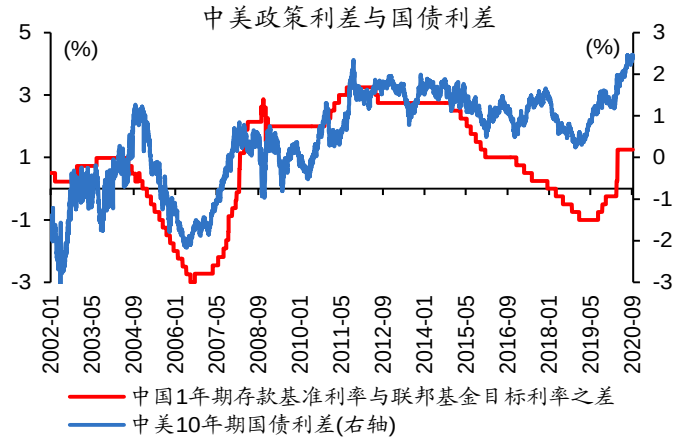
图4：汇率贬值压力较大时，外资趋于流出



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

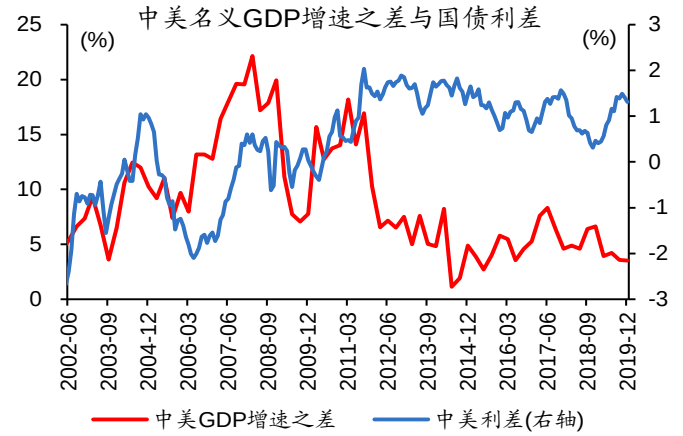
中美利差直观上是中美债市表现的结果，本质上由中美两国货币环境和经济形势的差异程度决定，前者决定中美利差中枢、后者影响波动。用中美 10 年国债收益率之差表示中美利差，中美基准利率之差来表示中美货币环境差异，可以发现，中美基准利率之差主导中美利差中枢的走势；同时，中美利差也受经济形势影响，2011 年之后，中美经济和物价的差异趋稳，中美利差波动也明显降低。疫情背景下，美联储大幅下调联邦基金利率、开启无限量 QE；而我国央行相对理性克制，适时下调逆回购利率、定向降准等加码对冲，推动中美利差大幅走阔。

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

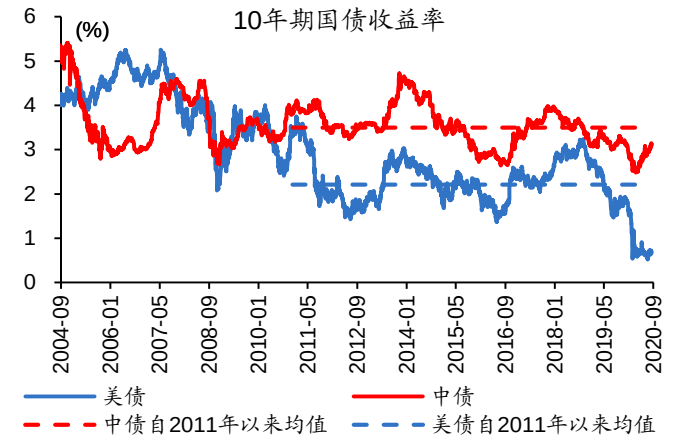
图6：2011 年后，中美经济增速差距收窄，利差波动下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

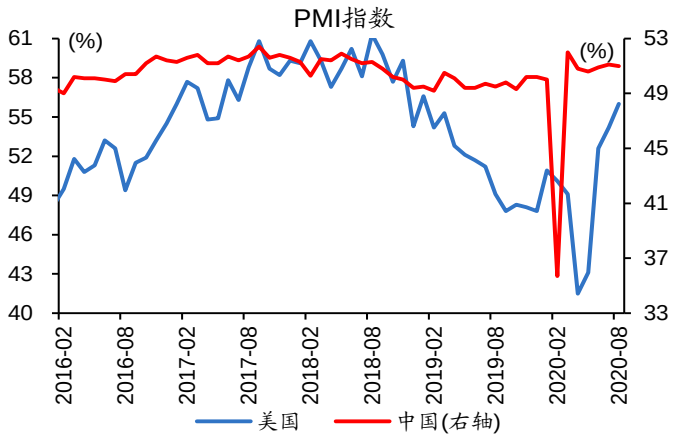
较高的中美利差有利于外资流入。随着美国逐步复工，中美利差可能阶段性收窄、但中枢或依然较高。中美经济所处发展阶段不同，潜在经济增速和利率水平不同，使得中美利差中枢近年来保持较高水平。全球疫情“错位”下，中美货币政策节奏和力度，及经济修复节奏的不同，推动中美利差创新高。随着中美先后复工，疫情对中美经济表现的干扰趋于减弱，或带动中美利差有所收窄，但中枢或依然较高，仍有利于外资流入。此外，我国债券被纳入国际主流指数，也带来较大规模资金流入。

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

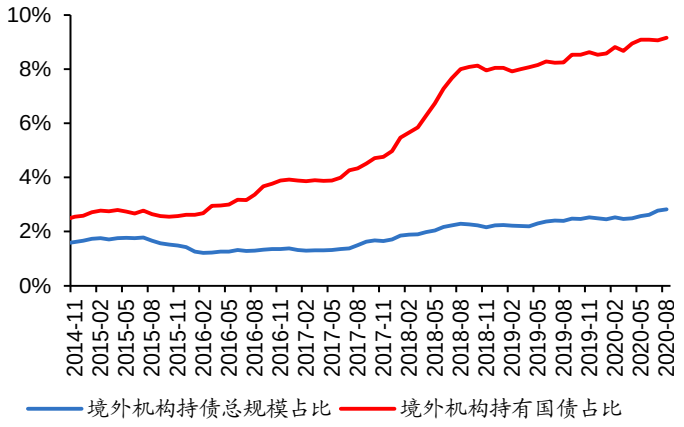
表1：中国债券被纳彭博巴克莱和摩根新兴市场指数

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

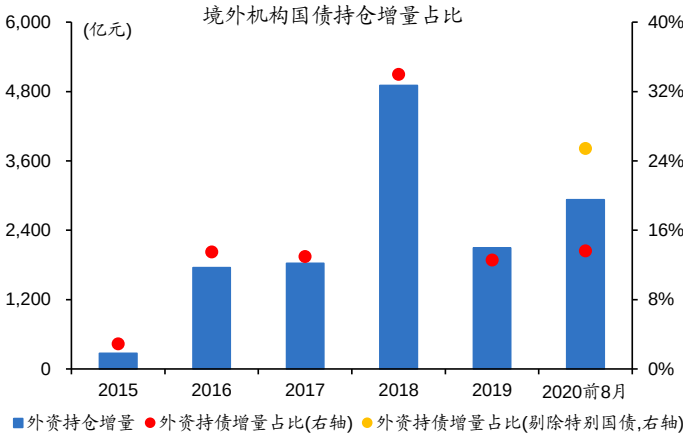
随着外资持续流入，外资债券持仓占比逐步抬升、对国债的边际影响增强。外资持有国内债券规模占全部债券的比重，从 2014 年底的 1.7%抬升至 2020 年 8 月的 2.8%；持有国债占比抬升更为明显，从 2.6%大幅抬升至 9.2%。边际变化来看，外资持有国债增量占全部国债净增量的比重，2016 年以来持续在 12%以上，2020 年前 8 个月接近 14%、剔除特别国债后占比超过 25%，均高于 2019 年的 12.6%。

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

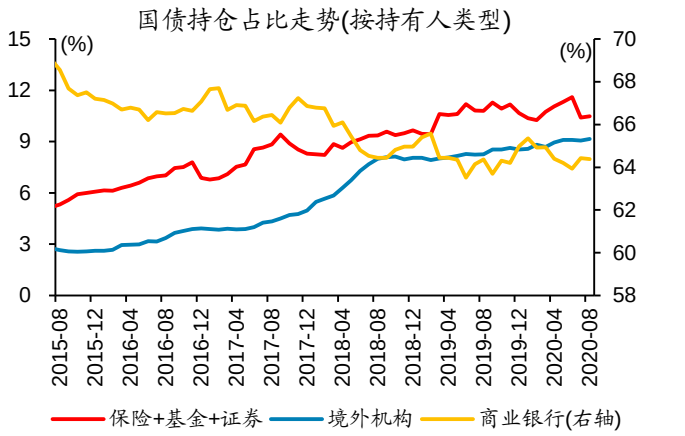
图10：前 8 月外资国债持仓增量占比较 2019 年有所抬升



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

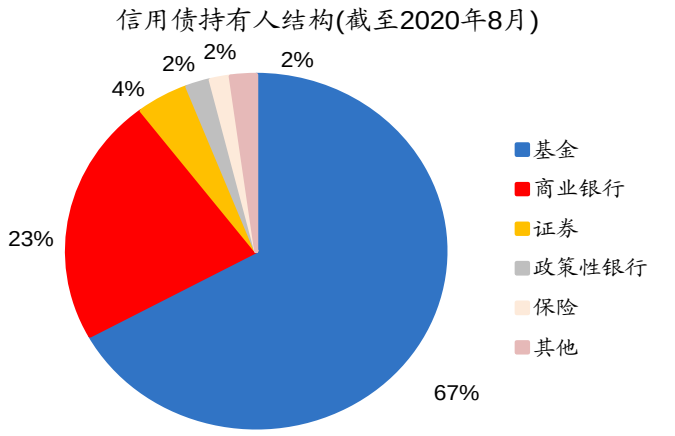
尽管外资持仓占比上升，国内债券仍以银行和非银机构持仓为主，主要受国内逻辑影响。外资持有国债存量比例，远低于非银机构的 11%和银行的 65%，前 8 个月国债增量占比也明显低于银行的 60%；外资主要持有利率债、对信用债的影响更为有限，基金和银行分别持有 67%和 23%的信用债。由此可见，外资行为或对短期交易行为产生一定影响，但国内债市总体走势，仍主要取决于国内基本面和流动性环境。

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

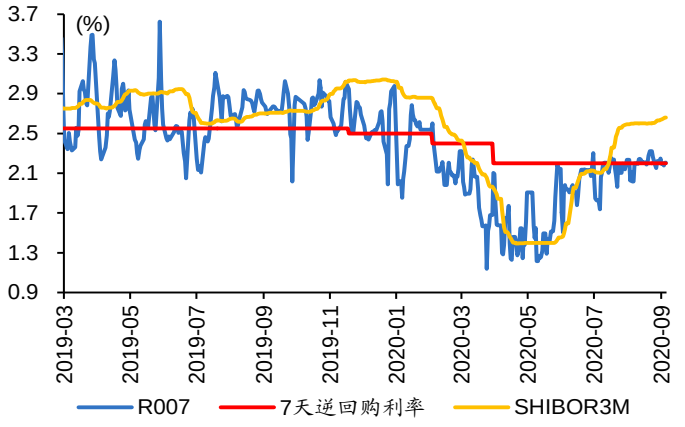
图12：信用债持有人以基金和商业银行为主



数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

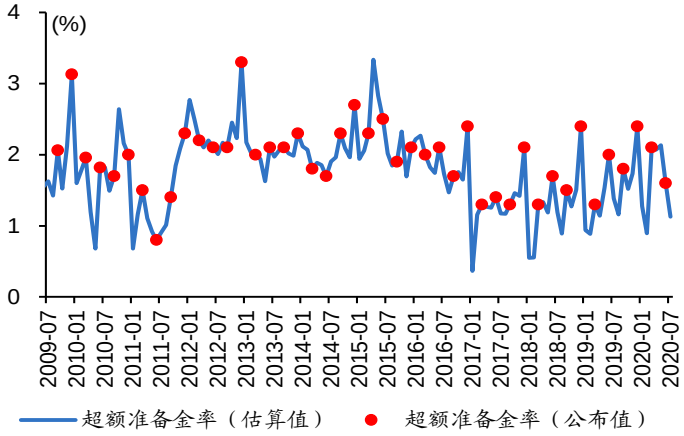
4 月中下旬以来的债市调整，与流动性环境边际趋紧紧密相关；流动性分层下“负债荒”的凸显，进一步加大债市压力。疫情背景下，央行宽松加码，货币市场利率快速大幅回落，长端收益率大幅下行、一度创历史新低。随着国内疫情逐渐平复，流动性环境逐步回归常态，长端收益率开始震荡上行。7 月中下旬以来，债券供给、结构性存款压降等，导致银行资金持续承压，8 月超储率或已低于 1%。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，R007 与 DR007 利差明显走阔，非银机构出现“负债荒”，导致 10 年国债收益率进一步上行、突破 3.1%。

图13：4 月中下旬以来，货币市场利率逐步抬升



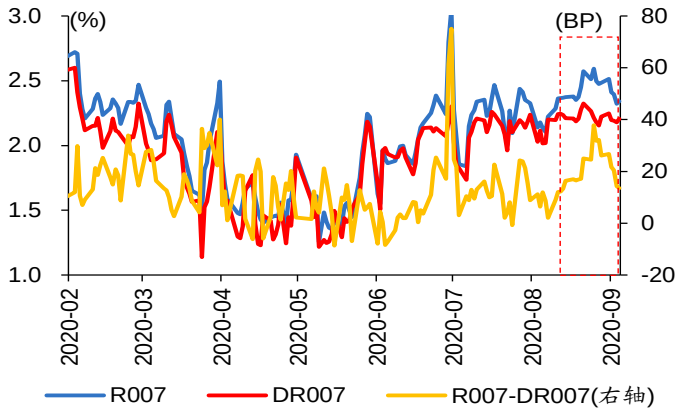
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：7 月超储率或已降至 1 附近



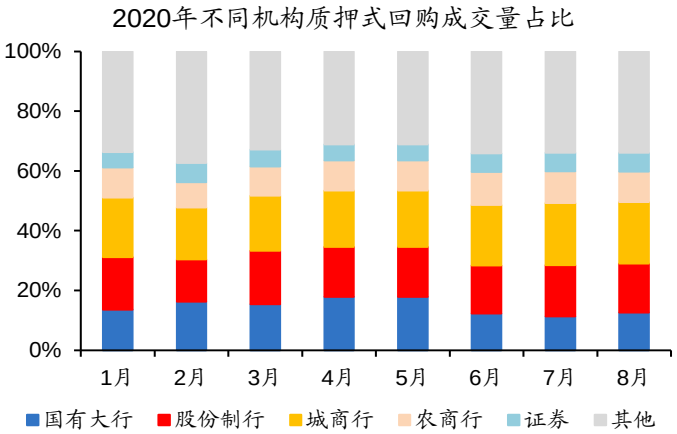
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

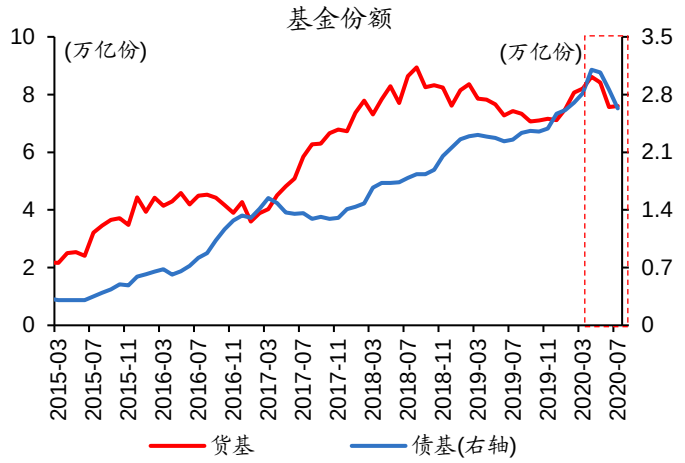
图16：6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降



数据来源：中国货币网、开源证券研究所

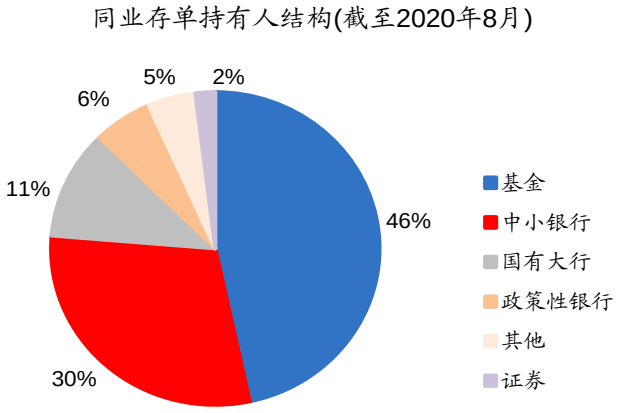
随着年底临近，流动性分层下“负债荒”更加凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松，仍对机构行为产生压制。年内来看，政府债券供给、结构性存款压降、同业存单到期等，或进一步加大银行资金压力，尤其是中小银行。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回，导致非银负债稳定性下降。非银机构“负债荒”的出现，使得债券市场阶段性“超调”的风险上升。但中长期来看，债券的配置价值已经在逐渐显现（详细分析参见《潜在的“流动性”风险》）。

图17：6 月以来，货币型、债券型基金份额明显回落



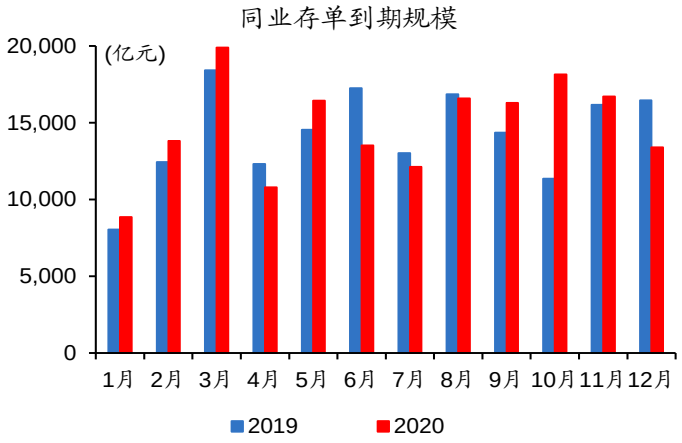
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：同业存单近一半由基金持有



数据来源：上清所、开源证券研究所

图19：随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：随着债市震荡调整，债券配置价值逐渐显现



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：外资行为，并不改变国内市场核心逻辑

（1）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。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。

（2）中美利差由中美货币环境和经济形势的差异程度决定，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。

（3）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，主要受国内基本面和流动性影响。流动性分层下“负债荒”，仍将对机构行为产生压制。

3、 风险提示

汇率大幅波动，监管升级。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn