

# 美债玩家之美联储与外国官方部门

## ——读懂牌桌上的对手系列之一

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

美联储中期继续缩表，施压美债需求。外国官方对美债的需求与全球外储总额正相关，从外储形成的驱动因素看，是美国货币、财政以及贸易收支因素驱动全球贸易流与信贷流的结果，后续看三大因素均不支持外储走扩，外国官方对美债的需求难言强劲。

### 摘要：

我们将以系列专题的形式为投资者梳理美债市场各玩家的需求情况，本篇为第一篇，首先从整体角度为投资者揭示美债市场的玩家结构情况；其次针对美债市场最大的两个官方玩家，美联储和外国官方部门，分析其行为特征、背后需求决定因素、如何跟踪并展望其未来需求情况。

- **美债市场的投资者众多，市场整体的需求结构可以从三方面了解。其一**，从美债存量占比看，外国部门（官方+私人）是美债最大买家，持有 30%的美债；其次是美联储，持有 20%的美债，其他重要玩家还包括：养老金、居民部门、投资基金、商业银行、货币市场基金等。**其二**，从美债的边际需求情况看，本系列探究各玩家的行为均是基于对边际需求变化的分析，同时边际需求的变化能够避免市值因素的影响。**其三**，美债一级拍卖市场中投资者的获配情况，目前投资基金在一级拍卖市场上占据主导地位。
- **美债 1 号玩家——美联储**：历次危机中，美联储开启量化宽松进行长期资产购买，并且美联储的行为会影响银行的储备金进而影响银行的美债购买行为。待经济金融市场恢复正常，美联储开启缩表，自 2022 年 6 月开启缩表以来至 2023 年 10 月 25 日，美联储合计抛售 8560 亿美元的美债。往后看，美联储中期仍将继续缩表，施压美债需求。预计美联储持续缩表至 2024H2，中值预测合计再缩表 4310 亿美元。
- **美债 2 号玩家——外国官方部门**：外国官方持有的美债与全球外储总额正相关，是进行外储管理的结果。外储的积累直接受外国央行三大动机的影响，但本质驱动是美国货币、财政以及贸易收支三大变量驱动的结果。今年 8 月以来，外国官方部门结束美债购买，至 10 月 25 日，累计抛售美债 290 亿美元。后续展望看，外国官方对美债的需求仍偏负向。主因在于驱动全球外储走扩的三大因素看，均不支持外储走扩，外国官方对美债的持有意愿仍然以常规配置为主。

**风险因子：**美国经济衰退；地缘政治冲突升级



### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaqing@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

## 目 录

摘要: .....	1
一、三大视角初探美债牌桌上的玩家.....	3
(一) 各大玩家的存量筹码 .....	3
(二) 各大玩家的增量博弈 .....	4
(三) 各大玩家的一级拍卖市场参与情况.....	6
二、美债 1 号玩家 —— 美联储 .....	7
(一) 美联储持债结构特征与行为决策依据.....	7
(二) 美联储后续需求展望: 持续负贡献至 2024 年年中 .....	8
三、美债 2 号玩家 —— 外国部门 (官方) .....	9
(一) 外国部门的结构特征 .....	9
(二) 外国官方部门的行为特征及驱动因素.....	11
(三) 外国官方对美债需求展望: 需求难以强劲.....	16
免责声明 .....	20

## 图目录

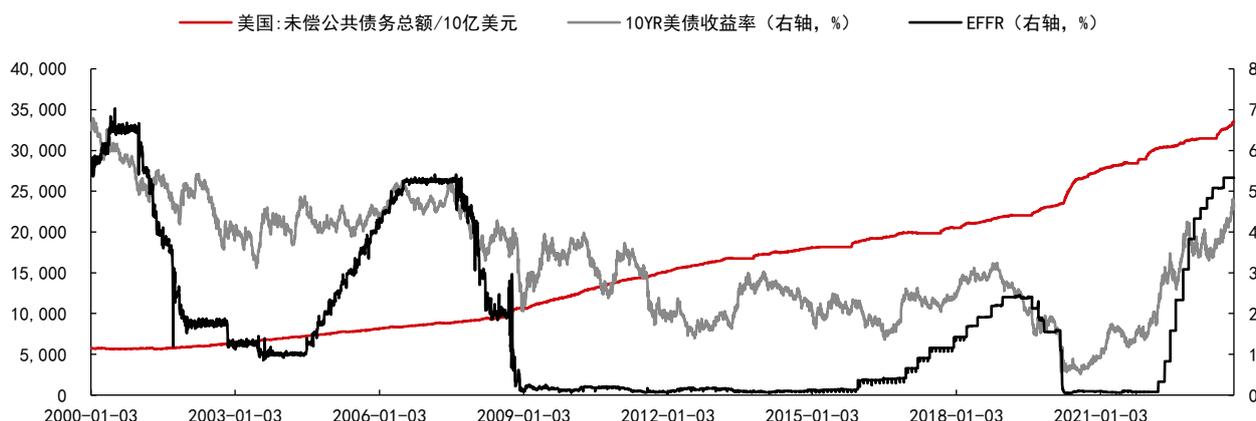
图表 1: 美债发行与 10Y 美债利率.....	3
图表 2: 美国国债市场参与者及存量占比变化.....	4
图表 3: 主要玩家对美国国债边际需求强弱变化.....	5
图表 4: 投资基金 (Investment funds) 在拍卖市场中占比越来越重要.....	6
图表 5: 美联储总资产及持有国债结构.....	7
图表 6: 美联储购买国债带来储备金的提升进而提升银行对美债需求.....	8
图表 7: 纽约联储对一级交易商关于美联储美债持仓的调查 (2023 年 9 月议息会议前) .....	9
图表 8: 外国官方&私人持有美债变化.....	9
图表 9: 外国持有美债的结构.....	10
图表 10: 外国投资者的地域特征.....	10
图表 11: 主要外国投资者按国家细分情况.....	11
图表 12: 外国官方部门对美债边际净流量情况.....	12
图表 13: 2014Q2 之前全球官方外储快速增长 (左), 外国官方持有美债与全球外储走势密切相关 (右) .....	12
图表 14: 预防动机是影响央行积累外储的主要原因.....	13
图表 15: 全球外储增速与离岸美元信贷增速休戚相关.....	14
图表 16: 驱动外储的背后三大因素.....	14
图表 17: 全球外储增速与美元指数负相关.....	15
图表 18: 托管账户看, 外国官方持有美债在 2023 年初再次上行, 8 月以来再度下行 .....	16
图表 19: 日本公共部门净债券购买显示 2020 年以来日本官方部门对美债持续卖出.....	16
图表 20: 美国未来付息压力加剧, 赤字率上升, 但排除利息的主要赤字率不升甚至下降.....	17
图表 21: 从外贸周期看, 7 年的外贸周期或将进入下行周期 .....	18
图表 22: 全球外储在不同货币上的配置占比 (左) 与美联储编制的国际货币使用量综合指标 (右) ...	19

截至 2023 年 10 月 12 日，美国国债存量规模来到 33.5 万亿的水平，自 2000 年初的不足 6 万亿一路上行，增长了 4.8 倍。而这段时间美债 10 年期收益率自 2000 年以来几乎一路下行，不断增加的美债供给似乎并没有导致美债价格的下降与收益率的上行，这背后还要考虑美债需求的因素。

此前我们系统地分析了美债供给发行的逻辑以及预测方法（具体见《如何跟踪及预测美债供给？——美债发行详解》）。从美债需求角度，玩家众多，不同玩家的行为决策因素不尽相同，跟踪美债需求情况更为复杂，我们将以系列专题的形式为投资者梳理美债市场各玩家的需求决策因素与美债买卖行为的跟踪方法。

本篇作为美债需求系列专题第一篇，将从美债需求整体情况着手，为投资者揭示美债市场的玩家结构；并针对美债市场最大的两个官方玩家，美联储以及外国官方部门，分析其买卖行为特征、美债买卖的跟踪指标、并展望其未来需求情况。

图表1：美债发行与 10Y 美债利率



资料来源：WIND 中信期货研究所

## 一、三大视角初探美债牌桌上的玩家

美债市场的投资者众多，市场整体的需求结构可以从三个方面了解。其一，投资者持有美债存量的占比及变化；其二，不同时期投资者需求边际变化；其三，美债一级拍卖市场中投资者的获配情况。

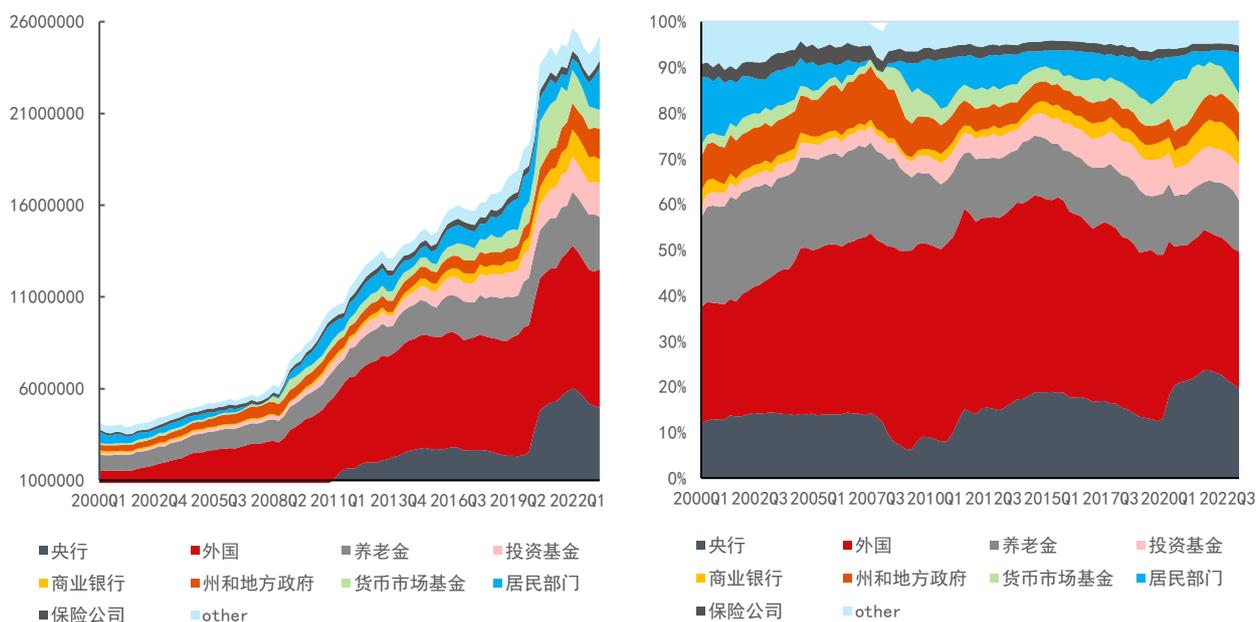
### （一）各大玩家的存量筹码

美债市场的参与者可以分为两大类，一类是美国国内投资者，一类是外国投资者。美国国内参与者包括美联储、州与地方政府、商业银行、居民部门、保险公司、养老金、货币市场基金、共同基金、ETF、封闭式基金、政府资助企业(GSE)、交易商等。外国投资者包括外国官方投资者与外国私人投资者。

从美债市场投资者的筹码力量多寡情况，即美债存量结构看，外国部门（外国官方+外国私人）是美债的最大买家，其次是美联储。截至 2023 年 Q1，外国部门持有的美债占可交易美债规模的 30%，持有的美债市值规模超过 7.5 万亿美元。其次是美联储，占比接近 20%，规模在 5 万亿美元，两大玩家持有了全市场近一半的美债。

其他重要的玩家还包括：养老金（占比 11.4%）、居民部门（9.0%）、投资基金（7.4%）、商业银行（5.2%）、货币市场基金（4.1%）、州和地方政府（6.5%）、保险公司（1.6%）。

图表2：美国国债市场参与者及存量占比变化



资料来源：Federal Reserve 中信期货研究所  
注：左图单位：百万美元

## （二）各大玩家的增量博弈

美债存量变化包含了市值因素的影响，而美联储发布的交易量数据，一方面刨除了市值因素影响，另一方面能够反映不同玩家不同时期对美债的边际需求强弱。

2001Q4-2007Q4，边际力量呈现的突出特征是，外国部门是边际最强买方，而居民部门大多时候是边际卖出方。美国国内的对冲基金统计在居民部门项下，因此居民部门被认为是对冲基金的代理项。

2008Q1-2014Q3，外国部门继续承担美债边际最强买方的角色，居民部门以及美联储边际买入需求也非常强，但居民部门行为并不稳定。

2014Q4-2017Q4，以共同基金为代表的基金公司、养老金、货币基金边际需求

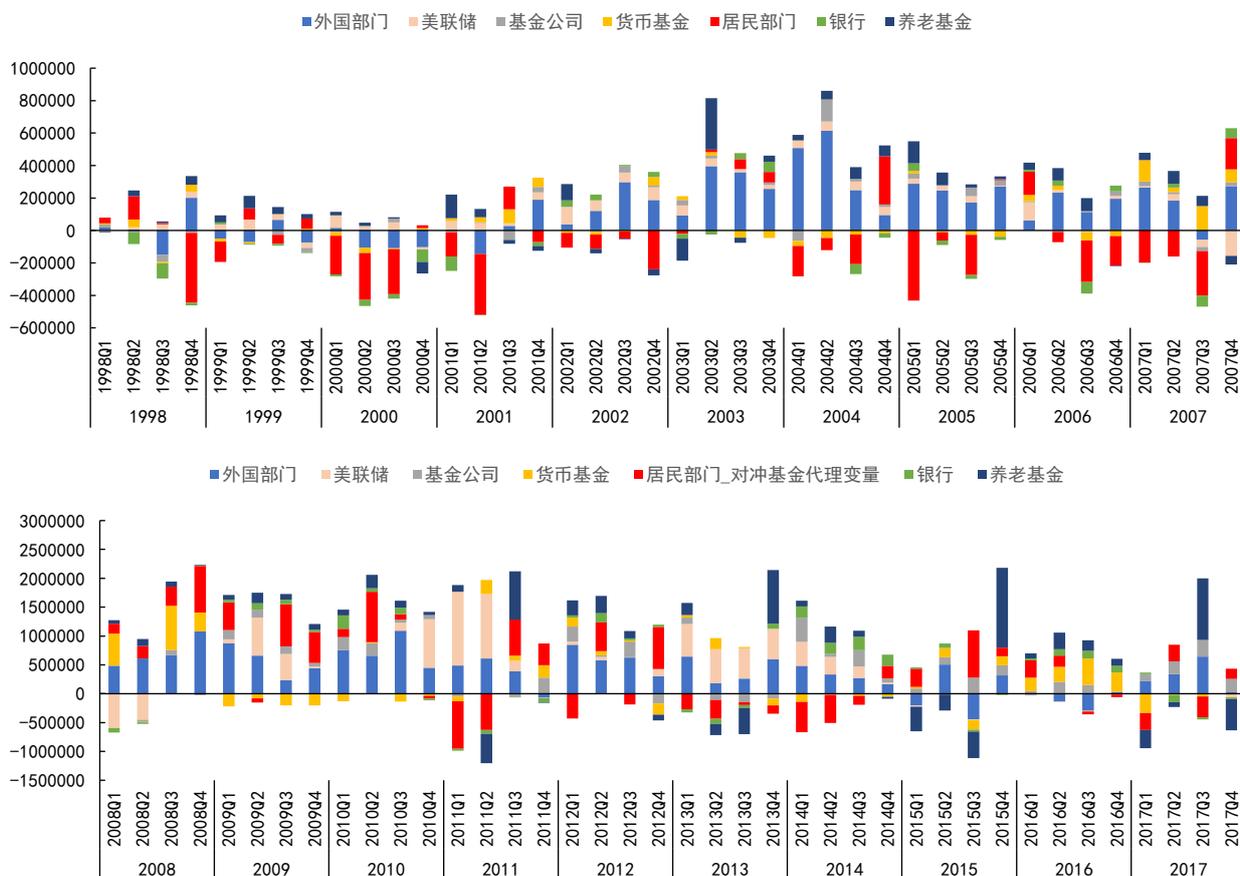
力量较强，其中养老金相较而言波动较大。

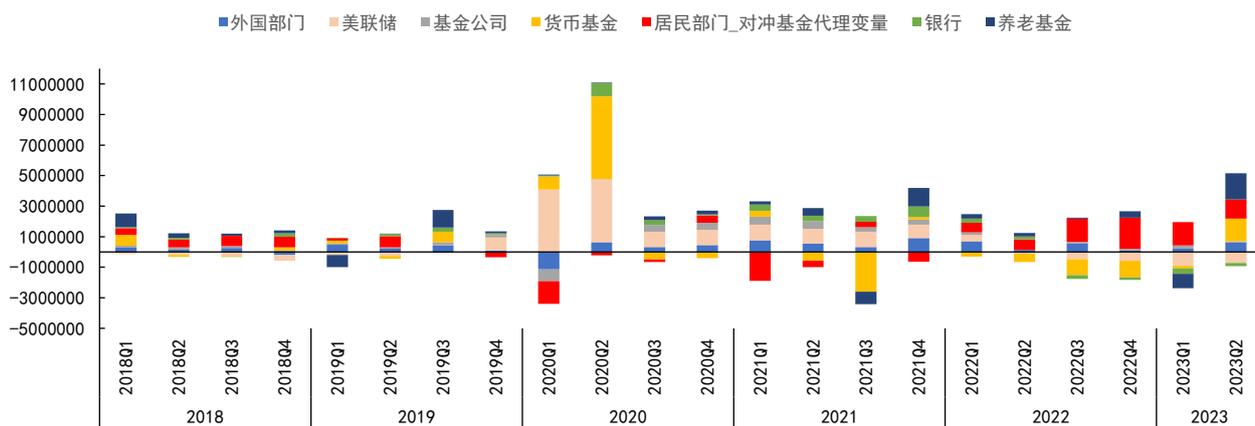
2018Q1-2019Q2，最突出的特征是美联储缩表，但居民部门扛起买入力量的大旗。

2019Q3-2022Q1，美联储边际买入力量最强，银行也持续边际净买入，货币市场基金前期大量边际买入，但在 2021Q3 转为卖出。

2022Q2 之后至联储公布的 2023Q2 最新数据，伴随美联储再度开启缩表，居民部门再次成为最强边际买方。

图表3：主要玩家对美国国债边际需求强弱变化





资料来源：Federal Reserve 中信期货研究所  
注：单位：10 亿美元

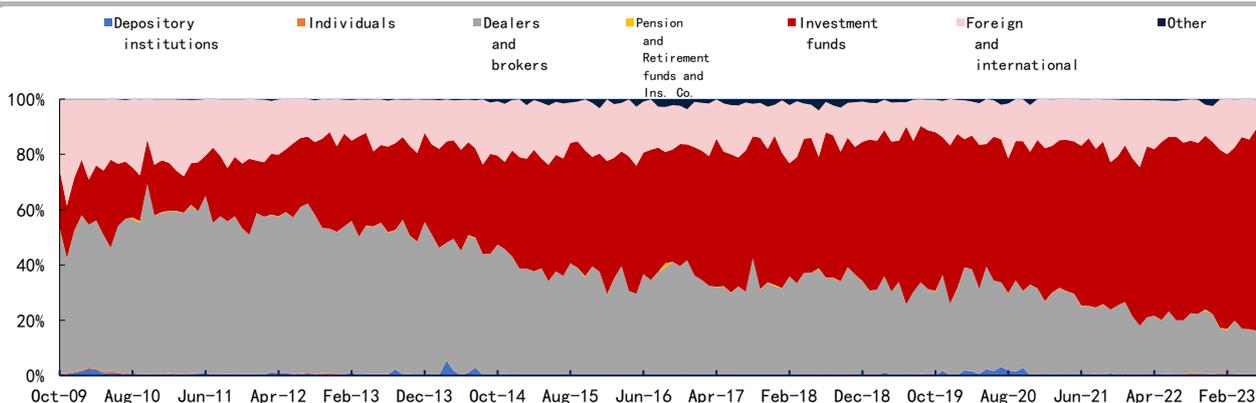
### (三) 各大玩家的一级拍卖市场参与情况

此外，我们也可以从美债一级拍卖市场上观测美债需求结构。

美国财政部在每次发行结束的 2 周后会公布详细的投资者获配金额数据，美债一级市场的参与者主要包括三类，分别为做市商 (Dealers and Brokers)、投资基金 (Investment funds)、外国投资者 (Foreign and International)。

2009 年 Q4 以来，做市商在一级市场的获配比例越来越低，由 50% 下降至 2023 年截至 7 月 23 日的 17%；投资基金获配比例由 20% 上升至 67%；外国投资者基本在 15%-25% 的获配区间波动；投资基金参与一级市场的比重越来越高。

图表4：投资基金 (Investment funds) 在拍卖市场中占比越来越重要



资料来源：美国财政部 中信期货研究所  
注：财政部统计的投资基金包括：共同基金、货币市场基金、对冲基金、资管公司 (money managers) 以及投资咨询公司

接下来，我们将在本系列专题中详细讨论各美债玩家边际力量转变背后的决策原因，帮助投资者读懂牌桌上的对手。

## 二、美债 1 号玩家 —— 美联储

美联储对美债的购买与抛售行为容易理解，对其行为跟踪可直接观测美联储的资产负债表数据获得。后续预测方面由于美联储的前瞻指引也非常容易获得，因此美联储的行为特征确定性非常高。

### （一）美联储持债结构特征与行为决策依据

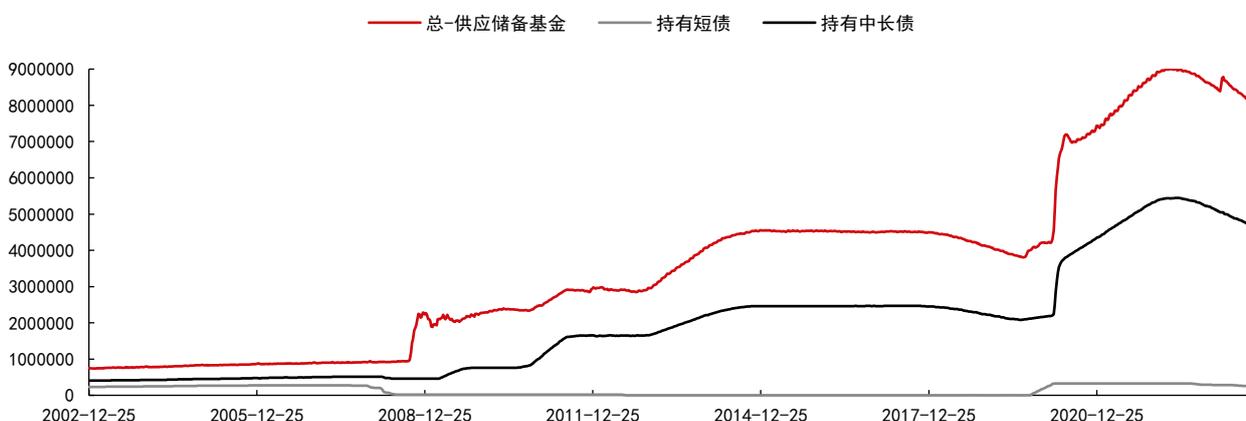
美联储持有的美债主要以中长期美债为主。截至 2023 年 10 月 25 日，美联储持有的中长期美债在 4.7 万亿美元，短期美债为 0.23 万亿美元，分别占美联储总资产的 58.7%、2.9%。

美联储持有美债的特征非常明显，历次危机中，开启量化宽松 QE 进行长期资产购买，而在危机后，经济金融市场恢复正常，开启缩表，但历史看扩表容易缩表难。

2008 年金融危机后美联储买入接近 2 万亿中长期美债，2018 年开启缩表进程但总缩表量不足 0.4 万亿。

2020 年新冠疫情，美联储再次开启资产模式，快速买入超过 3.5 万亿中长期美债，又于 2022 年 6 月重启缩表，截至 10 月 25 日，共计缩表 8570 亿美元。

图表5： 美联储总资产及持有国债结构

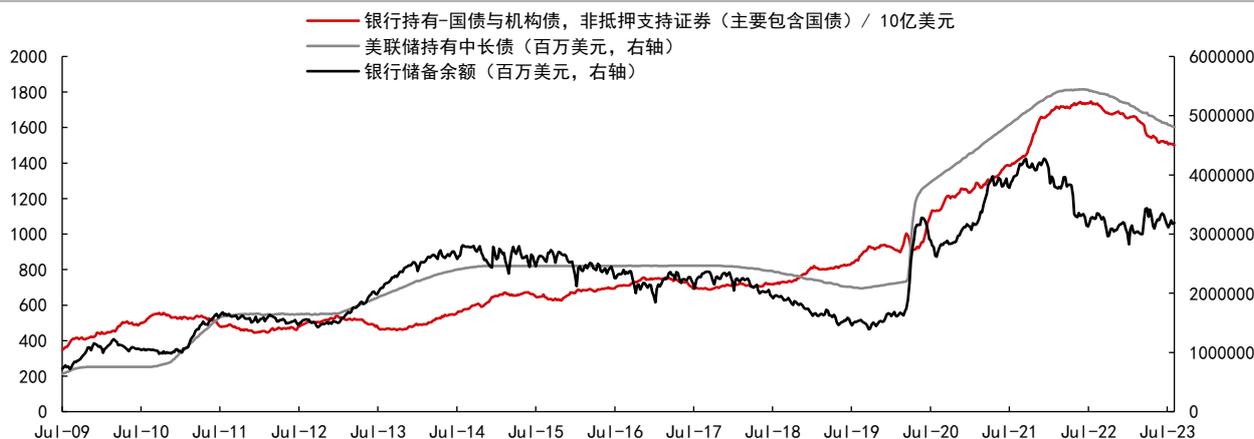


资料来源：BLOOMBERG Federal Reserve 中信期货研究所

注：单位：百万美元

此外，美联储的资产购买行为会影响银行的美债购买行为。美联储大规模资产购买创造准备金（Reserve），例如美联储从非银私人部门购买了债券，非银私人部门将卖债所得存入银行，带来银行储蓄上升，银行进而利用储蓄发放贷款或者购买国债等资产，这个过程又能进一步创造存款，即存款创造的乘数效应。因此，美联储进行大规模购买美债行为提升准备金，进而使得银行对美债的配置也提升。

图表6：美联储购买国债带来储备金的提升进而提升银行对美债需求



资料来源：BLOOMBERG Federal Reserve 中信期货研究所

## （二）美联储后续需求展望：持续负贡献至 2024 年年中

往后看，美联储中期仍将继续缩表，施压美债需求。最新 9 月 FOMC 议息会议纪要显示，多数委员同意继续缩表进程，并将一直持续到降息开启；鲍威尔在 7 月议息会后的新闻发言中也透露降息与缩表进程可能并不冲突，边降息边缩表也是有可能的。

展望未来，我们预计美联储缩表进程会一直持续到至少 2024 年 H2，可能于 2025 年年中结束（具体参见《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。

并且纽约联储在 2023 年 9 月议息会议前对一级交易商的调查也显示，市场对美联储缩表的中值预期为持续到 2024 年 H2，2023 年 9 月-2024 年 6 月，合计缩表 4310 亿美元。

也即意味着，至少在 2024 年 H2 前，美联储对美债的需求将持续为负贡献。从美联储行为对银行影响的角度，银行对美债需求受制于储备金的下降，需求亦难上行。

图表7： 纽约联储对一级交易商关于美联储美债持仓的调查（2023 年 9 月议息会议前）

Expectations for the Average Level of Treasury Holdings in the SOMA Portfolio (\$ billions)							
	Sep. 2023	Oct. 2023	Nov. 2023	Dec. 2023	Jan. 2024	Feb. 2024	Mar. 2024
25th Percentile	4,973	4,913	4,853	4,793	4,733	4,673	4,613
Median	4,973	4,913	4,853	4,793	4,733	4,673	4,613
75th Percentile	4,974	4,914	4,854	4,794	4,752	4,707	4,662
# of Respondents	24	24	24	24	23	23	23

Expectations for the Average Level of Treasury Holdings in the SOMA Portfolio (\$ billions)				
	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q4
25th Percentile	4,494	4,344	4,286	4,347
Median	4,542	4,459	4,564	4,626
75th Percentile	4,654	4,669	4,669	4,826
# of Respondents	23	23	23	22

资料来源：New York FED 中信期货研究所

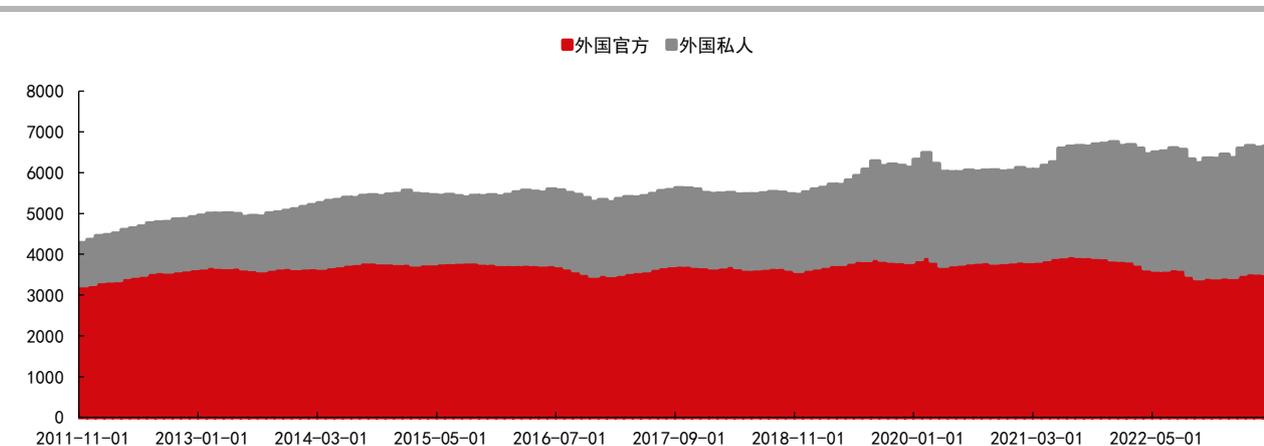
### 三、美债 2 号玩家 —— 外国部门（官方）

#### （一）外国部门的结构特征

外国部门是美债市场最大的买家，有以下几个结构特征：一是，外国部门整体分外国官方部门与外国私人部门，美债持有比例接近 1：1。二是，外国部门主要持有长期美债。三是，亚洲、欧洲是美债买家的主要分布区域，其中，日本、中国、英国为前三大买家。

外国部门分外国官方部门与外国私人部门，外国官方部门主要是其他国家的央行或者货币管理当局；另一类是外国私人部门，包括外国养老金、资产管理公司等。截至 2023 年 6 月，外国官方部门持有 3.5 万亿美元美债，外国私人部门持有 3.1 万亿美元美债。

图表8： 外国官方&私人持有美债变化

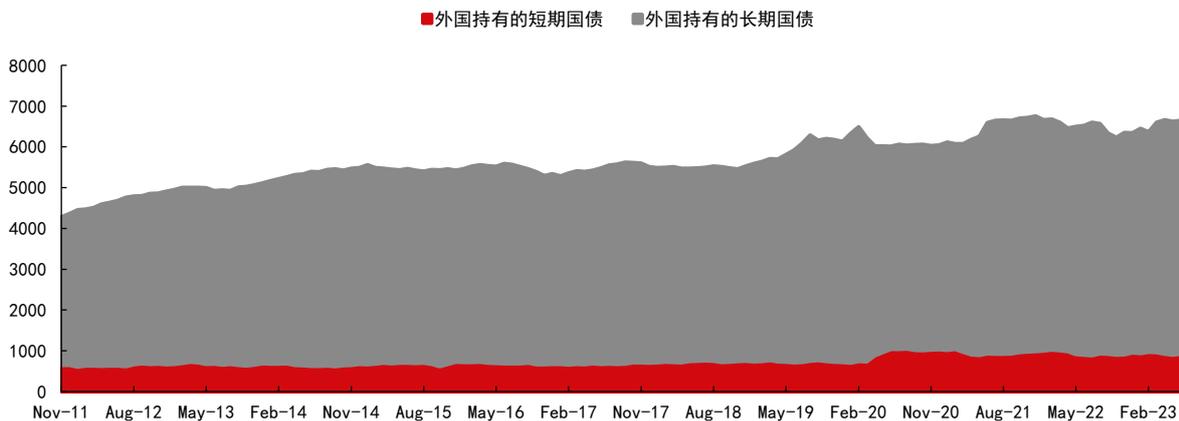


资料来源：BLOOMBERG TIC 中信期货研究所

注：单位：10 亿美元

从持有的美债期限结构上看，外国部门（官方+私人）主要持有长期美债。截至 2023 年 6 月，持有长期美债 5.7 万亿，持有短期美债 0.9 万亿。

图表9：外国持有美债的结构

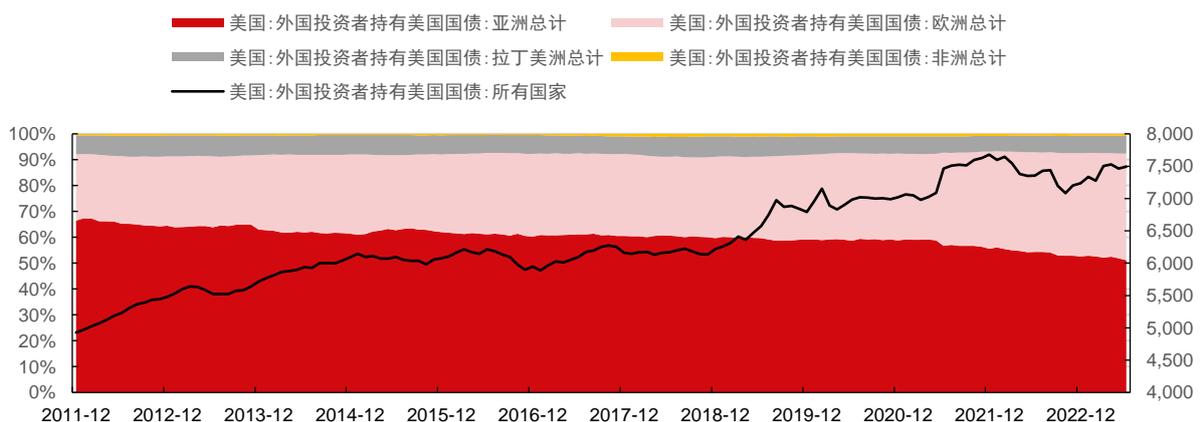


资料来源：BLOOMBERG TIC 中信期货研究所

注：单位：10 亿美元

外国投资者整体按照地区划分，亚洲、欧洲国家是美债主要买方分布区域。截至 2023 年 6 月，分别占比 45.9%、37.0%、6.3%。近年呈现的趋势是，亚洲持有份额下降，欧洲持有份额占比提升，对比 2011 年 12 月，亚洲国家占比高达 62.3%，而欧洲占比仅 24.1%，分别下降 16.4%，上升 12.9%。

图表10：外国投资者的地域特征



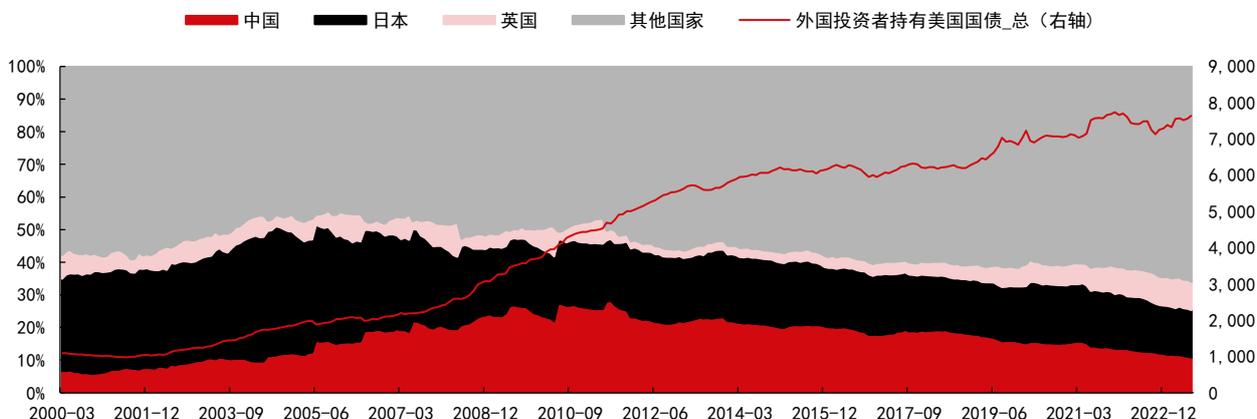
资料来源：BLOOMBERG TIC 中信期货研究所

注：所有外国投资者持有美债单位为 10 亿美元，右轴。

具体细分国家来看，日本是美债第一大买家，持有美债占比 15%；其次是中国，占比 11%；第三为英国，占比 9%；三国合计持有超过 1/3 的海外部门持有美

债。近些年呈现的趋势是，中国持有的美债占比自 2010 年年底开始下降，而英国以及欧洲其他国家持有的美债占比逐年抬升。

图表11：主要外国投资者按国家细分情况



资料来源：BLOOMBERG TIC 中信期货研究所  
注：所有外国投资者持有美债单位为 10 亿美元，右轴。

## （二）外国官方部门的行为特征及驱动因素

我们转向外国官方部门，从边际净流量数据看，有几个显著的特点：

其一，整体来看，2000 年以来至 2014 年 7 月之前，外国官方部门呈现持续买入美债的特征，而这一趋势在 2014 年下半年之后逆转，且一直持续至 2023 年 1 月份。

其二，2008 年金融危机中以及之后的很长一段时间（2007 年 10 月-2012 年 8 月），外国官方部门净买入幅度提高，美债作为避险资产受到追逐，即“flight to quality”。

其三，与金融危机期间不同的是，2020 年新冠疫情中，外国官方部分净流出幅度加大。

其四，2023 年 2 月后，外国官方再度转为净流入。

为何会出现这样的特征，我们将通过分析外国官方部门购买美债的背后驱动因素来回答这个问题，并给出外国官方配置美债行为变化的高频观测指标。

图表12：外国官方部门对美债边际净流量情况



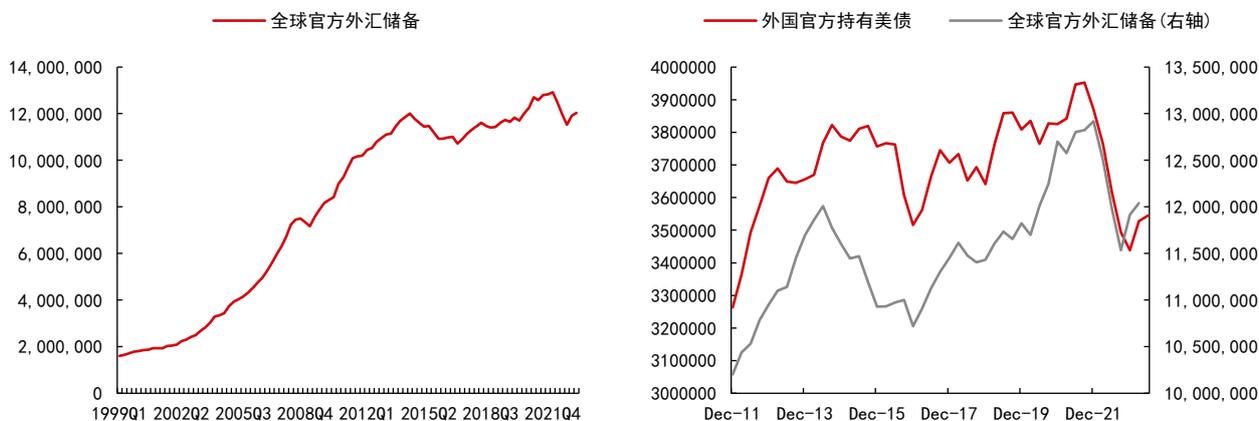
资料来源：美国财政部 TIC 中信期货研究所  
注：单位：10 亿美元

### 1. 外国官方配置美债的行为与外储形成的驱动因素

美元作为全球储备货币，外国官方配置美债是对外汇储备进行管理的结果。从长期趋势看，外国官方持有的美债总额与全球外汇储备总额密切相关，外汇储备增长，官方持有的美债也上行，反之外储下降，官方持有的美债总额也降低。

全球官方外汇储备总额在 2014 年 Q2 之前经历快速增长，仅在金融危机期间有所下降，外国官方持有的美债跟随全球官方外储总额增长而上行。2014 年 Q2 之后，全球官方外储总额开始下滑，外国官方持有美债随后也确认下降拐点。一直到 2016 年 Q4 后，外汇储备又颠簸上行，外国官方持有美债也跟随上行。2021 年 Q4 后全球外储再次经历快速下滑，2022 年 Q3 后回升，外国官方持有的美债总额随后也相应回升。

图表13：2014Q2 之前全球官方外储快速增长（左），外国官方持有美债与全球外储走势密切相关（右）

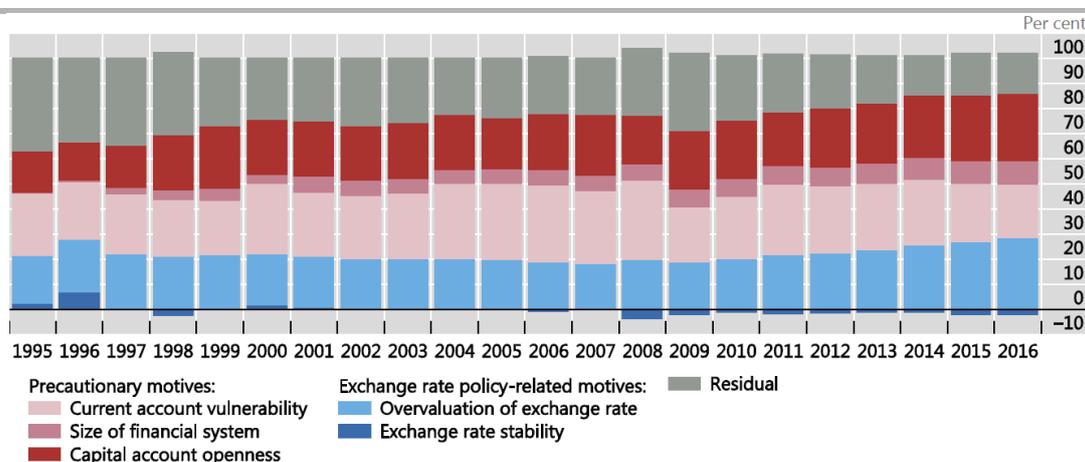


资料来源：BLOOMBERG IMF (COFER) TIC 中信期货研究所  
注：单位：百万美元

外汇储备形成的原因以及背后驱动因素是什么？

从外汇储备形成的直接原因看，根据 BIS (2019) 的分析，央行积累外储存在三大动机，分别为：(1) 预防动机。主要目的在抵御经济金融危机中资本流出造成的汇率贬值、流动性危机、信贷坍塌等风险，因此需要储备外储。(2) 管理汇率波动。即一国央行为了保证出口竞争力，通过积累外储的方式使其汇率维持低位，但这个论点可能存疑。(3) 央行维持物价稳定以及进行逆周期调节的目的。例如，如果当前本国货币有升值压力，同时国内通胀低于央行目标，央行有积累外储实现对汇率的调控从而实现维持通胀至目标水平的动机。再如，由于资本具有顺周期性，当资本流入新兴市场国家，央行通过增加外储积累从而减缓资本流入对信贷周期的推动作用。

图表14：预防动机是影响央行积累外储的主要原因



资料来源：The size of foreign exchange reserves BIS(2019) 中信期货研究所

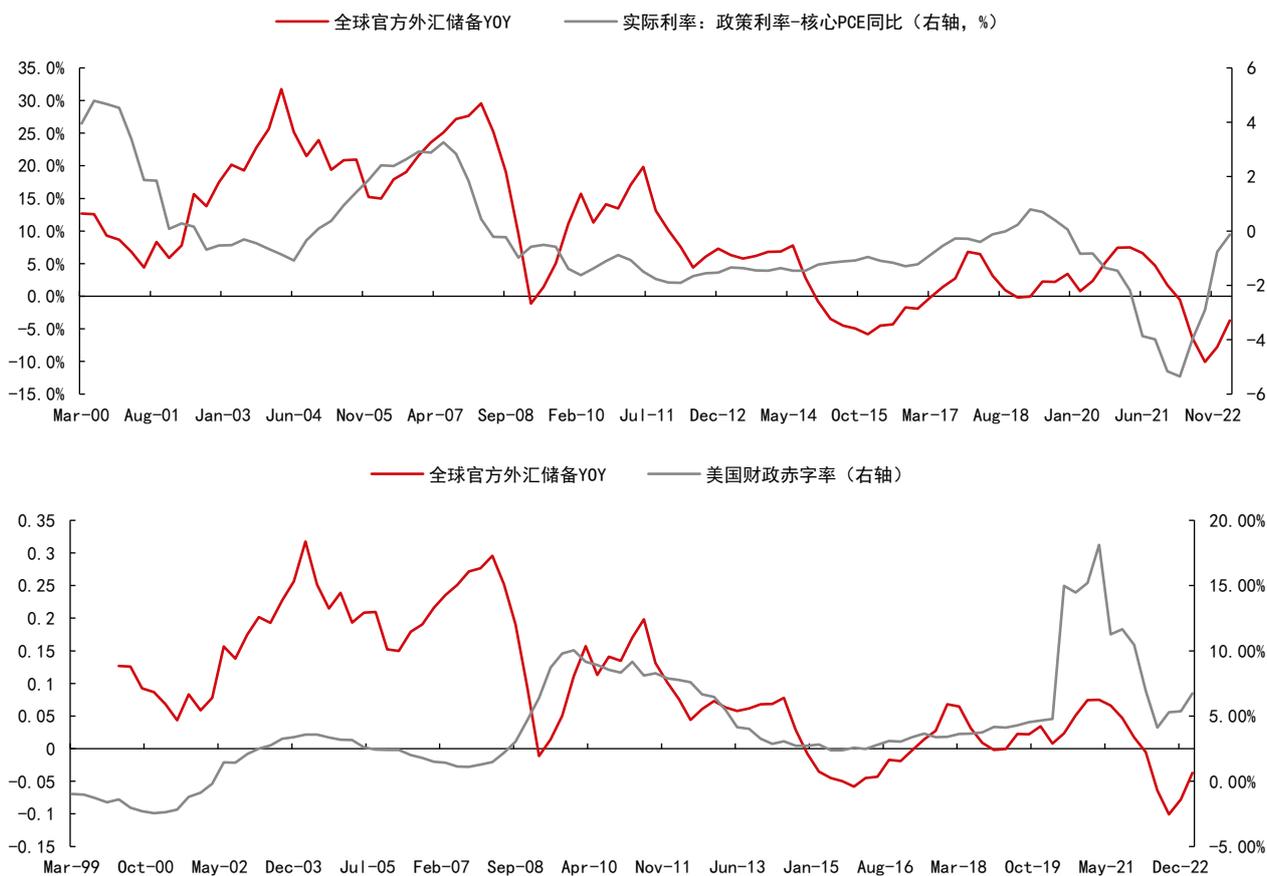
从外储的背后驱动因素看，是美国的货币政策、财政政策以及贸易收支三大因素共同驱动的结果。具体来说，一是美联储货币政策放松，提振美国境内需求，二是美国财政赤字扩张，加大逆周期调节力度，三是美国贸易收支恶化，影响美元供需。上述三者合计对于对外汇储备增长，一方面全球贸易活动升温，新兴市场国家赚取贸易盈余并转化为外汇储备；另一方面美元供给增强，离岸信贷宽松，进一步促进贸易、投资扩张，加速资金流入新兴市场并形成外汇储备。

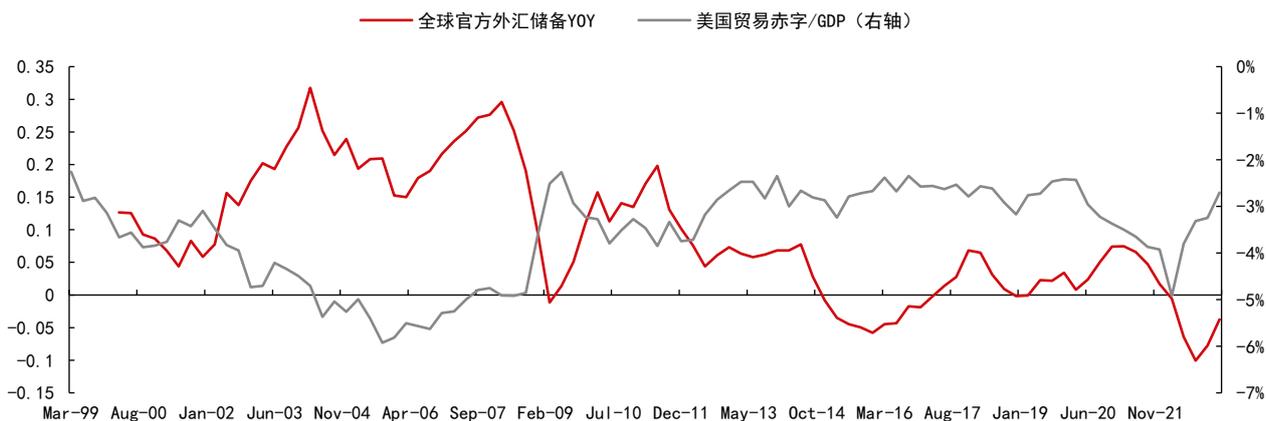
图表15：全球外储增速与离岸美元信贷增速休戚相关



资料来源：BLOOMBERG BIS 中信期货研究所

图表16：驱动外储的背后三大因素

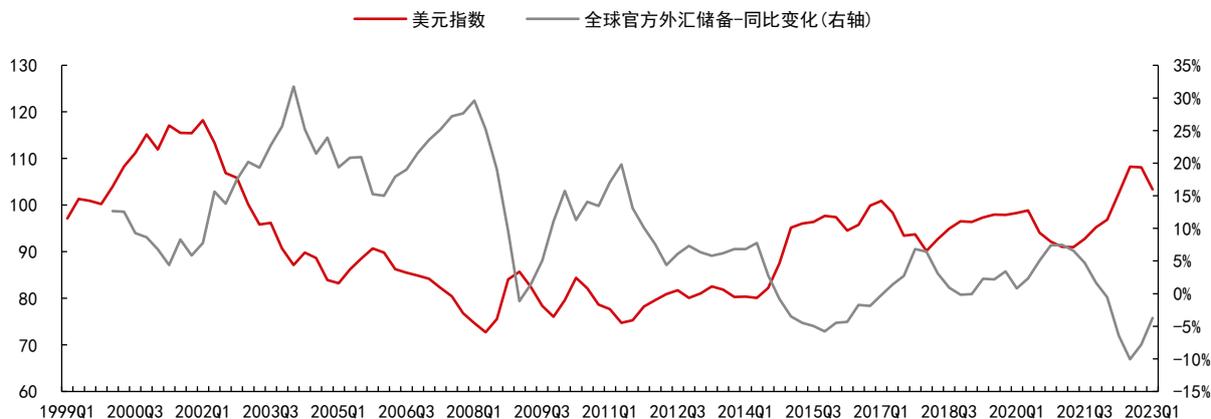




资料来源：WIND 中信期货研究所

同时这三大因素也是驱动美元走势的原因，因此经验来看，外储增长与美元指数走势呈现负相关关系。具体来说，美联储货币政策放松、美国财政赤字扩张以及美国贸易收支恶化三大因素均导致美元走弱，因此经验规律上，外储增长与美元指数走势呈现负相关关系。

图表17：全球外储增速与美元指数负相关



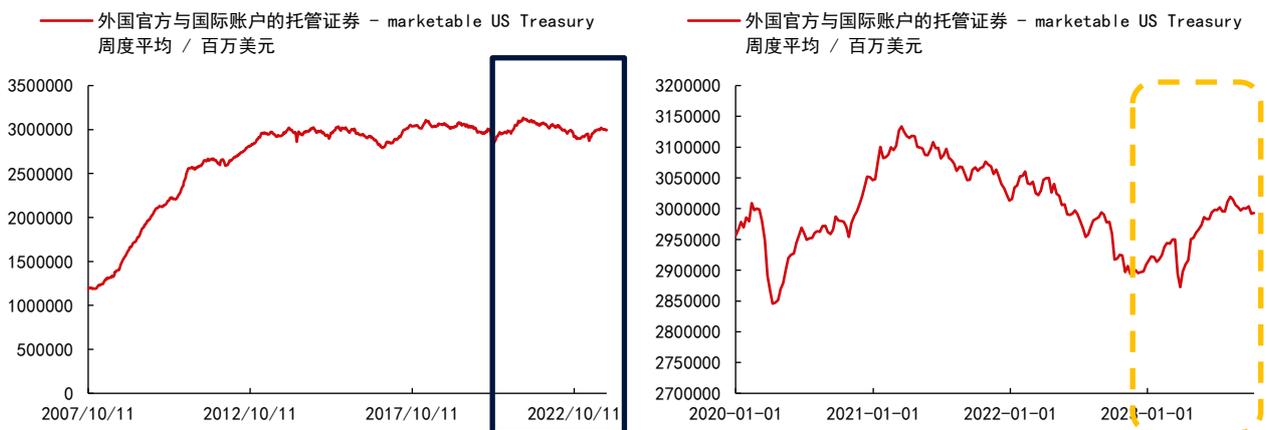
资料来源：BLOOMBERG IMF (COFER) 中信期货研究所

## 2. 外国官方配置美债行为变化的观测指标

从准确程度上，美国财政部 TIC 统计的数据被认为是跟踪外国部门对美债需求最为准确数据来源，但滞后 2~3 个月的时间。

从数据时效性上，对于外国官方部门持有美债以及变动情况，可以通过观测外国官方与国际的托管证券账户来跟踪外国官方持有的美债变化。从托管账户看，外国官方持有的美债总额自 2023 年初再次上行，与 TIC 统计的净流量数据一致。但最新数据截至 2023 年 10 月 25 日显示，外国官方部门持有的美债自 8 月 9 日再次下行 290 亿美元。

图表18：托管账户看，外国官方持有美债在 2023 年初再次上行，8 月以来再度下行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所  
注：右图为 2020 年以来至今情况

此外，我们还可以从日本央行统计的公共部门对海外债券的净购买数据来观测日本官方部门对外国国债的需求情况。需要说明的是，此数据包含国债以外的其他类型债券、以及除美国之外其他国家的数据，但考虑到公共部门的属性多以配置国债为主，以及美债在全球债券市场地位，此数据一定程度上能反映日本官方对于美债的配置行为。2020 年以来，日本公共部门对海外债券的净购买表现为持续流出的特征，日本官方部门或持续抛售美债。

图表19：日本公共部门净债券购买显示 2020 年以来日本官方部门对美债持续卖出



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

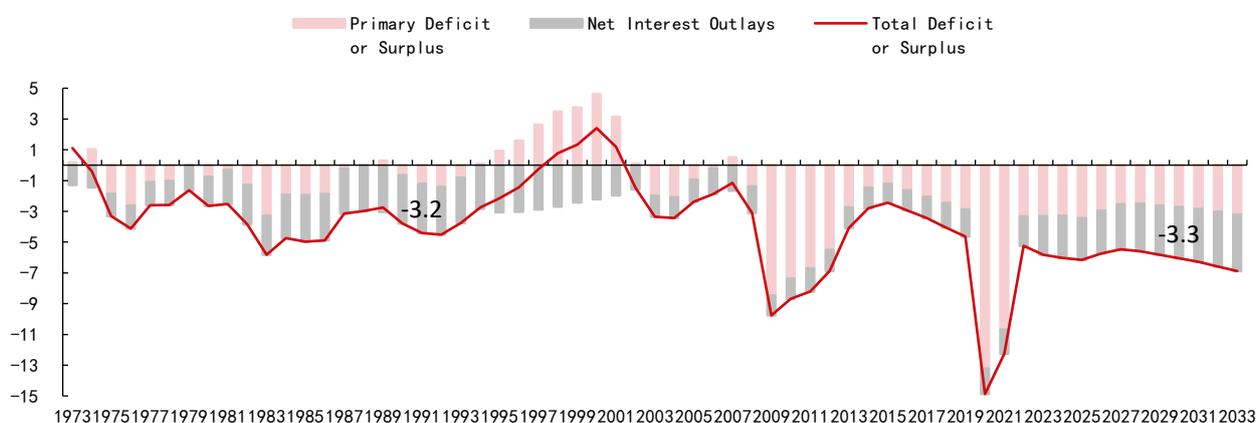
### （三）外国官方对美债需求展望：需求难以强劲

展望未来，外国官方对美债的需求一方面与全球外储总额密切相关，另一方面与美元是否延续全球储备货币的地位有关。

对于第一点，我们从全球外储的驱动因素上展望，三大因素均不支持全球外

储走扩。其一，美国货币政策将持续维持限制性水平(High-for-long)，高利率持续抑制总需求，美联储或许要到2024年Q3才开启降息（具体参加《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。其二，美国财政赤字难以持续支撑总需求。美国2023财年赤字率为6.3%，其中利息支出占比2.4%，排除利息支出的主财政赤字为3.9%。随着整体债务水平抬升与高利率环境，利息支出将持续挤占财政支出空间，根据美国国会预算局(CBO)预测，2024-2028财年的整体赤字率在6%附近，但由于利息支出占比抬升，主财政赤字率下降，预计2028年下降至2.5%，财政赤字对总需求的支撑有限。其三，在总需求受抑制的背景下，美国贸易赤字未来或收窄，美元流动性收紧。综上，从外储的驱动因素看，美国紧缩的货币政策、有限的财政政策空间、贸易赤字情况均不支持外储走扩。

图表20：美国未来付息压力加剧，赤字率上升，但排除利息的主要赤字率不升甚至下降

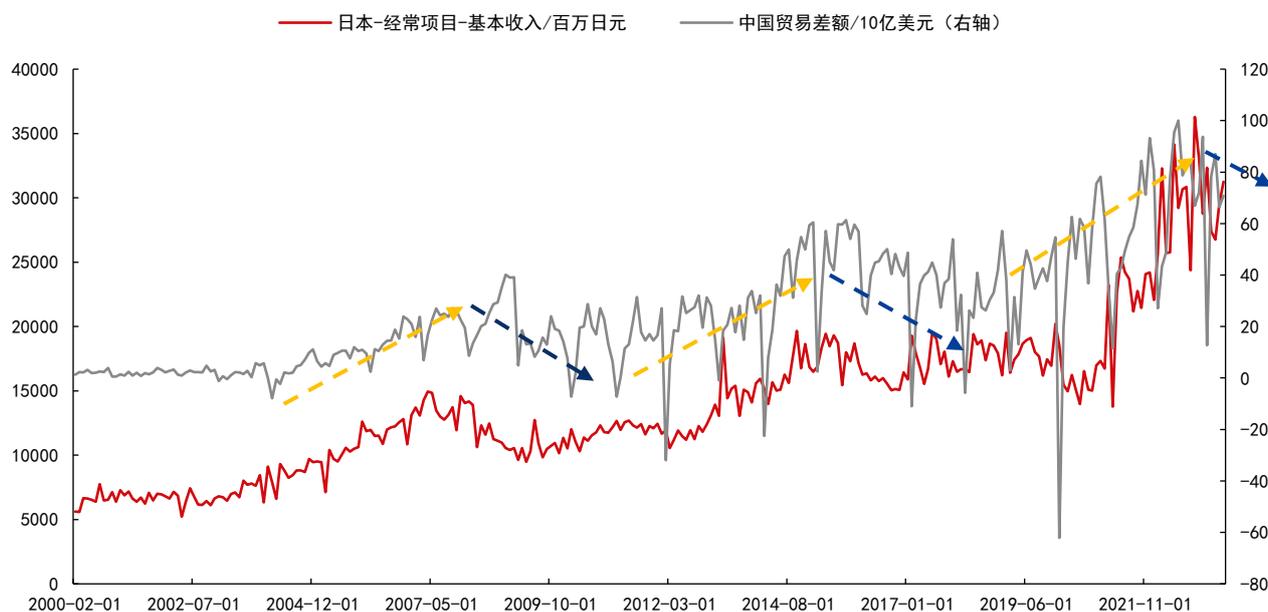


资料来源：CBO 中信期货研究所

注：2023-2033年为CBO于2023年5月的预测值

与以上三大驱动因素对应，贸易流与信贷流均不支持外储走扩。其一，从外贸周期看，7年左右外贸周期(4年上升，3年下降)或将进入下行周期，贸易流不支持外储走扩。我们从海外官方最大的两个持有者中国、日本的外贸来看，中国与日本的外贸形成不同，中国体现在贸易顺差，而日本体现在初次收入（日本企业在海外建厂获得投资收入再通过外汇汇款流入日本国内），但两者共同揭示的外贸周期看，7年左右外贸周期或将进入下行周期，不支持外储走扩。其二，从历史看，支撑全球离岸信贷扩张的全球化因素以及对金融机构的弱监管趋势均在逆转，信贷流也不支持外储走强。

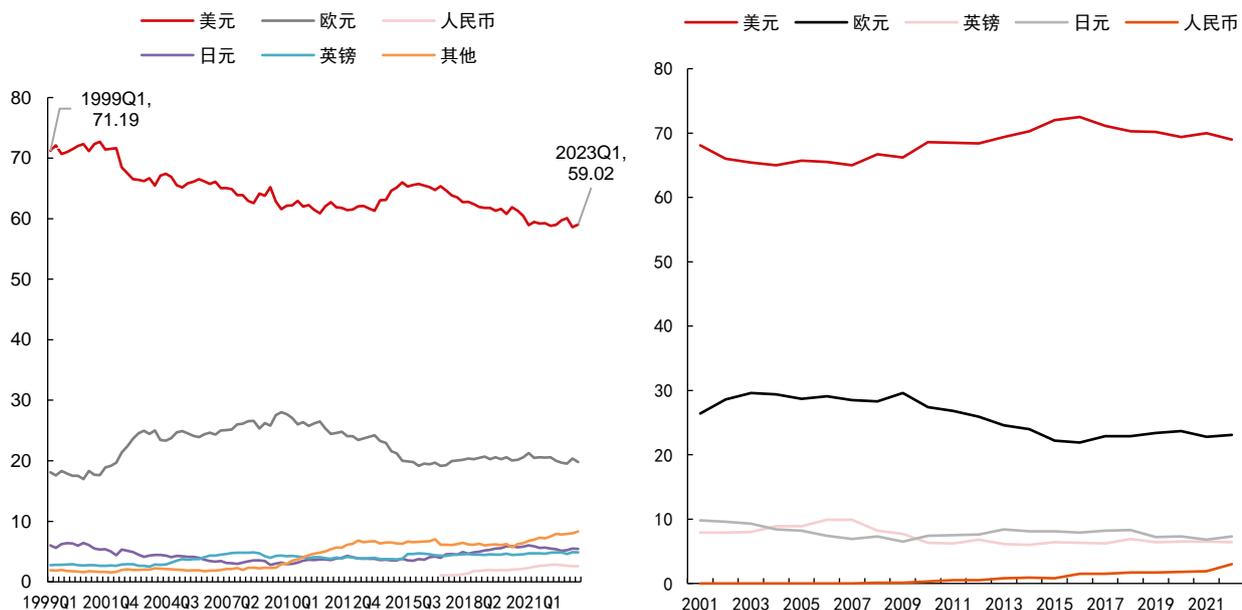
图表21：从外贸周期看，7年的外贸周期或将进入下行周期



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

对于第二点，长期来看，全球外储虽面临多元化配置的趋势，但美元的地位在中短期仍难以撼动，第二点暂不构成美债配置的阻力。从全球储备多元化趋势看，1991年Q1，美元占全球外汇储备超过70%，而截至2023年Q1，美元占比下降了10%，目前为59%。美元在全球储备货币的地位随着中国的崛起、欧元区财政一体化深化、美国国内赤字问题/地缘政治金融制裁/国内政治问题等可能会被削弱，但短期来看，美元的地位可能依然难以撼动。美联储根据各国货币的官方外汇储备、外汇交易量、未偿外币债务工具、跨境存款和跨境贷款等指标通过加权的方式构建了国际货币使用量综合指数，自2010年以来，美元的指数水平稳定在70左右，远远领先于其他所有货币。欧元的指数位列第二，约为23，也保持相对稳定。人民币的国际使用量在过去20年有所增加，但目前水平在3左右，仍落后于日元和英镑，分别约为7和6。因此整体来说，中短期内，美元占据国际货币体系主导地位的格局相对稳定，暂不构成海外配置的阻力。

图表22：全球外储在不同货币上的配置占比（左）与美联储编制的国际货币使用量综合指标（右）



资料来源：IMF (COFER) Federal Reserve 中信期货研究所

综上，后续来看，外国官方对美债的需求难以强劲，一方面从驱动全球外储走扩的三大因素看，均不支持外储走扩，与之对应的7年外贸周期进入下行周期，信贷流扩张的因素逆转，全球外储难以上行，因此对美债的需求难言强劲。但另一方面，中短期内，美元依然延续全球储备货币的地位，暂不构成外国官方配置美债的阻力。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826