

估值效应拖累外汇储备减少，继续看好贵金属

——2019年7月外汇储备数据点评

宏观数据点评

2019年08月08日

报告摘要：

8月7日，人民银行发布了2019年7月官方储备资产。2019年7月，我国外汇储备规模为31036.97亿美元，较6月末下降155.37亿美元。其中，黄金储备为6226万盎司，环比增加32万盎司，人民银行连续8个月增持黄金。

● 估值效应拖累外汇储备下降

估值效应拖累7月中国外汇储备减少207.48亿美元，是外汇储备下降的主要原因。其中，美元汇率变化导致外汇储备下降176.56亿美元。人民币破7主要是市场供求的反映，刚需交易原则在交易层面构成人民币汇率的一个安全垫，人民币不会出现恐慌性贬值，资本流出压力可控，外汇储备预计仍将维持稳定。

● 汇率操纵指控是美中经贸谈判策略亦是总统竞选策略

美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，一方面兑现了特朗普的竞选承诺，一方面为美中贸易谈判增加了砝码。中国不符合美国“汇率操纵国”量化标准，但美国可能修订标准。

● 央行增持，继续看好黄金等贵金属

中国人民银行连续8个月增持黄金，一方面是为了优化资产配置，一方面是为了规避国际货币体系变化带来的风险。美国经济依然面临下行风险，美国国债期限利差倒挂预示美国经济在2020年存在衰退风险，美联储有望继续降息，实际利率有望下行。中美贸易摩擦加剧、英国硬脱欧等风险事件仍可能发生，黄金作为避险资产也有望受益。金银比仍处于历史高位，白银价格有望继续大涨。继续看好黄金等贵金属。

● 风险提示：全球经济加速放缓、美联储鸽派不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

8月7日，人民银行发布了2019年7月官方储备资产。2019年7月，我国外汇储备规模为31036.97亿美元，较6月末下降155.37亿美元。其中，黄金储备为6226万盎司，环比增加32万盎司，人民银行连续8个月增持黄金。

我们认为：

估值效应拖累7月中国外汇储备减少207.48亿美元，是外汇储备下降的主要原因。其中，美元汇率变化导致外汇储备下降176.56亿美元。人民币破7主要是市场供求的反映，刚需交易原则在交易层面构成人民币汇率的一个安全垫，人民币不会出现恐慌性贬值，资本流出压力可控，外汇储备预计仍将维持稳定。

汇率操纵指控是美中经贸谈判策略亦是特朗普总统竞选策略。美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，一方面兑现了特朗普的竞选承诺，一方面为中美贸易谈判增加了砝码。中国不符合美国“汇率操纵国”量化标准，但美国可能修订标准。

中国人民银行连续8个月增持黄金，一方面是为了优化资产配置，一方面是为了规避国际货币体系变化带来的风险。美国经济依然面临下行风险，美国国债期限利差倒挂预示美国经济在2020年存在衰退风险，美联储有望继续降息，实际利率有望下行。中美贸易摩擦加剧、英国硬脱欧等风险事件仍可能发生，黄金作为避险资产也有望受益。金银比仍处于历史高位，白银价格有望继续大涨。继续看好黄金等贵金属。

一、估值效应拖累外汇储备下降

估值效应拖累7月中国外汇储备减少207.48亿美元，是外汇储备下降的主要原因。其中汇率变化导致外汇储备下降176.56亿美元，资产减值将导致外汇储备减少30.92亿美元。人民币破7主要是市场供求的反映，刚需交易原则在交易层面构成人民币汇率的一个安全垫，人民币不会出现恐慌性贬值，资本流出压力可控，外汇储备预计仍将维持稳定。

中国的外汇储备主要以美元计价，容易受到主要国家汇率波动引发的估值变动。若欧元、日元对美元贬值，就会引起外汇储备账面价值下降。为客观反映外汇储备的综合价值，自2016年4月开始，人民银行同时发布以美元和SDR作为报告货币的外汇储备数据。据此，可以分离出汇率变化对外汇储备的影响。

2019年6月底，SDR口径的外汇储备值为22437.12亿SDR，按7月31日SDR兑美元汇率，折合30860.41亿美元，美元汇率变化导致外汇储备下降176.56亿美元。

表1：外汇储备变化的汇率重估效应

	美元口径	SDR口径	SDR/美元	汇率重估	估值效应
2018-07	31179.46	22193.89	1.4049	30525.86	-511.11
2018-12	30727.12	22093.26	1.3908	30387.46	-649.51
2019-04	30,949.53	22,333.98	1.3858	30718.55	-318.42
2019-05	31,010.04	22,509.88	1.3776	30960.48	-76.49
2019-06	31,192.34	22,437.12	1.3902	30860.41	-176.56
2019-07	31,036.97	22,565.49	1.3754		

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

根据美国财政部国际资本系统（Treasury International Capital System, TIC）公布的世界各国持有美国资产状况，2019年5月底中国大陆持有美国长期证券15173.63亿美元，其中国债10977.57亿美元，政府机构债2139.92亿美元，企业债149.75亿美元，

股票 1906.39 亿美元。根据中国大陆投资海外证券情况，近几月来，中国投资美国证券头寸总体维持稳定。假设 5 月和 6 月中国政府没有改变其美国证券头寸，其他债券与美国 10 年期国债收益率相同，美股市值与标普 500 指数收益率相同。则可以估计出 7 月 31 日美国资产市值为 15584.14 亿美元，6 月 30 日美国资产市值为 15599.3 亿美元，减少 15.16 亿美元。如果所有外汇储备均保持相同的增值幅度，则资产减值导致外汇储备减少 30.92 亿美元。

表 2: 中国大陆投资美国证券情况 (亿美元)

	长期证券	国债	机构债	企业债与其他 债券	股票
2018-07	15726.75	11605.12	1856.66	167.99	2096.98
2018-12	14957.65	11170.5	1889.21	164.51	1733.43
2019-01	15225.07	11174.97	2029.85	167.78	1852.47
2019-02	15306.17	11225.51	2057.76	170.92	1851.98
2019-03	15179.06	11100.25	2085.4	157.61	1835.8
2019-04	15173.63	10977.57	2139.92	149.75	1906.39

资料来源：美国财政部，民生证券研究院

二、汇率操纵指控是经贸谈判策略亦是总统竞选策略

汇率操纵指控是美中谈判策略亦是特朗普总统竞选策略。美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，一方面兑现了特朗普的竞选承诺，一方面为美中贸易谈判增加了砝码。

美国财政部 5 日发表声明说，在美国总统的支持下，美国财政部长姆努钦当天已决定将中国列为“汇率操纵国”，其原因为，中国没有合理运用外汇储备维持人民币币值稳定，任由人民币汇率顺势贬值。这是 25 年来，美国首次认定中国为“汇率操纵国”。

中国不符合美国“汇率操纵国”量化标准。美国财政部自 1988 年起每半年评估其合作伙伴是否存在汇率操纵，其认定标准基于两部法案，一部是 1988 年的《综合贸易与竞争力法》，一部是 2015 年的《贸易便利化和贸易执行法》。1998 年的法案的定义范围较为宽泛，只需要该国有较大的经常项目顺差和对美国存在显著的双边贸易顺差，即可认定为汇率操纵国。2015 年的法案标准更为量化，共三条标准：对美贸易顺差超过 200 亿美元、经常账户盈余超过 GDP 的 3%、对外汇进行多次重复的净购入且在 12 个月内的净购买额超过 GDP 的 2%。符合全部三个标准，则被认定汇率操纵；倘若满足两个标准，则列入观察名单，名单一经列入，至少保持两期报告；倘若仅满足一个标准，理论上移除观察名单。根据 2015 年法案，中国仅满足第一条标准，即 2018 年中美贸易顺差超过 200 亿美元。但是，在美方财政部 4 月公布的汇率评估报告中，把中国、德国与日本等 8 个国家列为“被观察国”名单中，其中对中国使用的是 1988 年的宽泛标准，而非 2015 年的量化标准。

美国财政部在汇率问题上发挥着领导作用，可能修订“汇率操纵国”标准。1994 年 WTO 成立后，美国分别两次修订“汇率操纵国”认定标准。指导判定“操纵”标准的评估因素（200 亿美元对美贸易顺差，经常账户盈余相当于 GDP 的 3%，购入外汇净额超过 GDP 的 2%）就是由奥巴马的财政部高级官员设计的。鉴于特朗普在竞选时一直喊话，称上任第一天就会把中国列为汇率操纵国。就取后，面对美国政客施压方才搁置。在中美贸易摩擦愈演愈烈、经贸谈判进展缓慢的背景下，美国极可能修订标准。2018 年 10 月，美国财

政部长姆努钦也曾表示，对修改美国对汇率操纵国的认定标准持开放的态度。

三、央行增持，继续看好黄金等贵金属

黄金可以对冲货币的信用风险、美元的汇率风险、股市风险，优化投资组合配置。中国人民银行连续 8 个月增持黄金，一方面是为了优化资产配置，一方面是为了规避国际货币体系变化带来的风险。美国经济依然面临下行风险，美国国债期限利差倒挂预示美国经济在 2020 年存在衰退风险，美联储有望继续降息，实际利率有望下行。中美贸易摩擦加剧、英国硬脱欧等风险事件仍可能发生，黄金作为避险资产也有望受益。金银比仍处于历史高位，白银价格有望继续大涨。继续看好黄金等贵金属。

黄金与美元同为国际货币，但是它们之间的价值关系，从长期来看呈负相关性，从而为各国央行提供了规避风险的投资工具。如 Capie et al. (2005) 建立弹性模型验证了 1971-2004 年间黄金和美元汇率存在负相关关系。黄金与美元的负相关性可能源自两方面：一是美元贬值提升了非美元货币的购买力，一是美元贬值使得黄金替代美元成为价值储藏手段。近年来，全球经济增长最大动力正从美国等西方国家转向亚太地区国家，令美元主导地位被削弱，国际货币体系变动使得美元面临贬值风险。而俄罗斯、土耳其等与美国关系出现波折的国家也正在大力启动外汇储备去美元化，将黄金作为美元资产的替代者。

黄金与美国 10 年期国债收益率和美元指数负相关，与标普 500 指数和 CRB 现货指数正相关。即当美国 10 年期国债收益率或美元指数上升时，黄金价格下跌；当标普 500 指数或 CRB 现货指数上升时，黄金价格上涨。但是，由于黄金可以对冲通胀，当国 10 年期国债收益率或标普 500 指数上升时，现货黄金收益率均值依然为正。当债券收益率较低甚至为负时，可以使用黄金代替债券作为无风险资产，提高优化投资组合的夏普比例，降低组合尾部损失。Baur 和 McDermott (2010) 运用滚动窗口方法，研究了黄金收益和 13 个国家股指的动态相关关系，结果表明在 1979-2009 年期间，对于欧洲主要股市和美国股市，黄金既是一个避风港也是一种对冲工具。但黄金对澳大利亚、加拿大、日本与主要新兴市场（金砖国家）的股市熊市不具有避险能力。

表 3：伦敦现货黄金日收益率与其他投资品日收益率的相关系数（1968-2019.07）

	美国 10 年期国债收益率	标普 500 指数	日经 225 指数	CRB 现货指数	美元指数
<0	0.048	0.049	0.002	-0.132	0.276
>0	0.012	0.017	0.051	0.076	-0.176
=0	0.039	-0.146	0.09	0.055	-0.123
相关系数	-0.6026	0.7586	0.2617	0.9340	-0.4721

资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

风险提示：全球经济加速放缓、美联储鸽派不及预期。

表格目录

表 1: 外汇储备变化的汇率重估效应	2
表 2: 中国大陆投资美国证券情况 (亿美元)	3
表 3: 伦敦现货黄金日收益率与其他投资品日收益率的相关系数 (1968-2019.07)	4

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_10892

