



美元指数升高致非美元资产减值，贸易逆差拖累外储规模

——2020年2月外汇储备数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **2月外汇储备较上月减少88亿美元至31067亿美元，仍稳定在3万亿美元之上。**造成外储减少的原因有四：**一是**因企业、居民的银行结售汇行为和央行在外汇市场上操作等引起的交易因素，预计使2月外汇储备减少160亿美元左右；**二是**受汇率、价格等非交易因素变动引起的估值效应，使外汇储备增加约69亿美元；**三是**境外机构配置境内人民币金融资产，使外汇储备增加100亿美元；**四是**预计2月受疫情影响，贸易逆差为100亿美元左右，今年前两月外汇储备较去年底减少12亿美元，但同期贸易顺差大幅下降543亿美元，因此贸易成为外汇储备的重要拖累因素。
- **交易因素：预计耗费外储160亿美元左右。**2月美元指数有所上升，较上月末提高0.79%；美元兑人民币汇率由1月末的6.9300升至2月末的6.9896，人民币对美元贬值0.86%，变化幅度大于美元指数，表明了人民币汇率弹性有所加大。在央行加强外汇管制措施和新冠肺炎疫情引发国内经济下行压力加大的背景下，预计2月银行结售汇逆差有所增加，在50亿美元左右。央行为满足用汇需求和其他干预，预计发生外储损耗110亿美元左右，短期跨境资本流动仍相对平稳。
- **非交易因素（即估值效应）：预计使外汇储备增加69亿美元左右。****一是**价值重估（指上一期外汇储备投资海外债券、股票等资产带来的收益），2月美国国债收益率环比降低0.41%，债券价格上涨，预计导致我国外汇储备增加137亿美元左右，加上国债应计利息收入约30亿美元，外储共增加约167亿美元；**二是**汇兑损益（指外汇储备的计价货币美元对其他货币的汇率变化导致的损益），2月美元指数环比上升0.79%，导致非美元资产兑换为美元时产生汇兑损失，预计使我国外储减少98亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共使我国外汇储备增加69亿美元。
- **境外机构资产配置效应：约使外储增加100亿美元。**2019年12月末股票、债券、贷款和存款余额达到6.41万亿元，折合约9206亿美元，较2018年底增加1993亿美元左右。2020年2月底境外机构配置的银行间债券较2019年底增加了约118亿美元，2020年2月当月环比提高81亿美元。我们预计境外机构配置境内人民币金融资产，将使2月当月外储增加约100亿美元。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

陈然

宏观经济研究中心 研究员
电话：18811464006
邮箱：chenran@hnjrkj.com

目 录

一、交易因素：预计耗费外储 160 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 50 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 110 亿美元	3
二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数上行，两者共计使我国外汇储备增加 69 亿美元左右	4
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 137 亿美元左右，加上应计利息收入 30 亿美元，共导致外储增加约 167 亿美元	4
（二）汇兑损益：美元指数上升导致我国外汇储备减少约 98 亿美元	5
三、境外机构资产配置效应：约使外储增加 100 亿美元	6

正文：

事件：2020年2月末，中国外汇储备31067亿美元，较1月末减少88亿美元，较去年同期增加165亿美元（见图1）。以SDR计，2月末我国外汇储备为22622亿SDR，较上月减少3亿SDR。

根据国家外汇管理局资料，影响外汇储备规模变动的因素主要包括：“（1）央行在外汇市场的操作；（2）外汇储备投资资产的价格波动；（3）由于美元作为外汇储备的计量货币，其它各种货币相对美元的汇率变动可能导致外汇储备规模的变化；（4）根据国际货币基金组织关于外汇储备的定义，外汇储备在支持‘走出去’等方面的资金运用记账时会从外汇储备规模内调整至规模外，反之亦然”。

因此，当月外汇储备变动额可以分解为两大类因素，一是由于经济主体的交易行为导致外汇储备的变动，具体包括企业、居民的银行结售汇和中央银行在外汇市场上的操作，二是受汇率、价格等非交易因素变动影响导致的外汇储备变动，即所谓的**估值效应**，具体是指上一期外汇储备投资海外债券、股票等资产带来的收益（以下简称**价值重估**）和由于外汇储备的计价货币对其他货币的汇率变化导致的损益（以下简称**汇兑损益**）。由于我国外汇储备的计价货币是美元，所以美元对欧元、英镑、日元等货币汇率的波动，自然会影响到我国外汇储备的增减变化。当然，估值效应数据中可能包括了热钱进出的变化。

除了上述两方面的因素外，随着我国金融市场开放程度的加大，境外机构持有越来越多的人民币金融资产，如2019年末股票、债券、贷款和存款余额，分别达到1673、2486、1343和1538亿美元，较2018年变动1340、756、-151和201亿美元。境外机构人民币资产配置的变动，也将影响国内外汇储备的波动，我们将这种影响称之为**境外机构资产配置效应**，作为第三大影响外汇储备变动的因素。考虑到数据的及时性和其他因素，本报告仅估计境外机构配置国内债券资产行为对外储变动的影响。

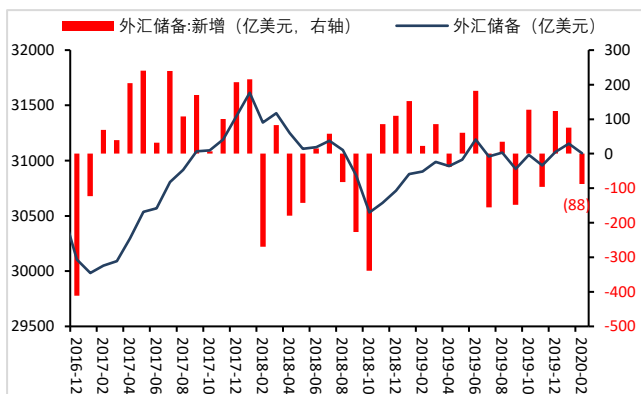
一、交易因素：预计耗费外储160亿美元左右，其中银行结售汇逆差约50亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约110亿美元

从短期看，影响我国企业和居民银行结售汇行为的原因，主要是美元兑人民币汇率的变化。通过比较美元兑人民币汇率与企业居民的银行结售汇差额的历史数据，我们发现，美元兑人民币汇率越高，银行结售汇逆差越大。

2月美元指数有所回升，较上月末提高0.79%。受其影响，2月末人民币汇率有所贬值，美元兑人民币汇率由1月末的6.9300提高至2月末的6.9896，人民币对美元贬值0.86%（见图2），变化幅度大于美元指数，表明了人民币汇率弹性有所加大。在央行加强外汇管制措施和新冠肺炎疫情引发国内经济下行压力加大的背景下，我们预计2月份

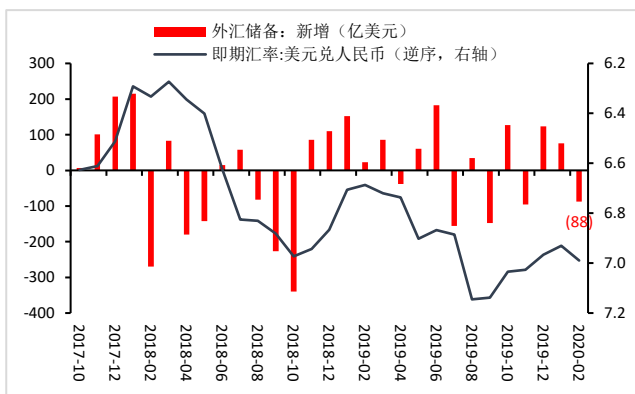
银行结售汇逆差有所增加，在 50 亿美元左右（见图 3）。

图 1：2 月份外汇储备减少



资料来源：WIND，财信研究院

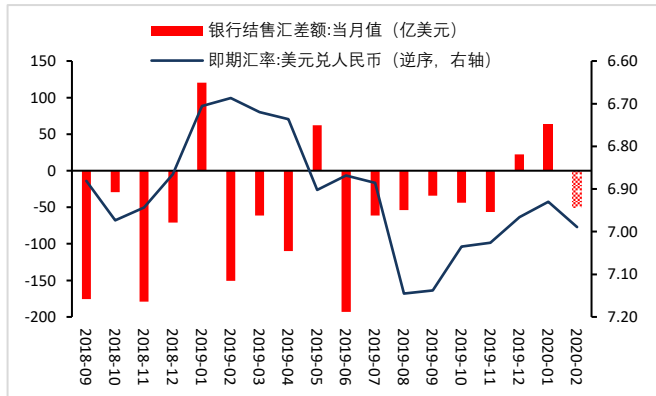
图 2：人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，财信研究院

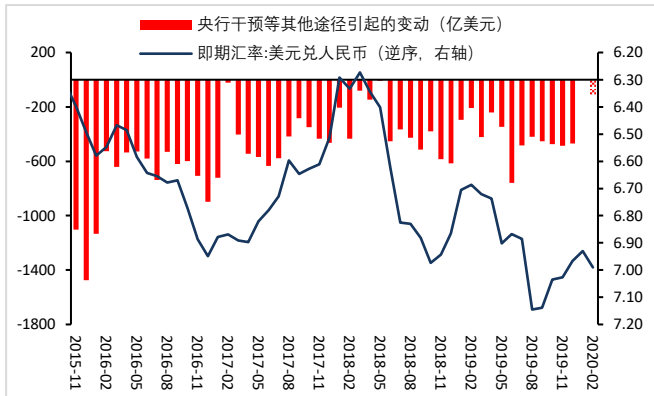
由于中央银行在汇率市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。2 月国内新冠肺炎疫情扩散，人民币贬值预期增强，预计当月央行干预力度有所加强，大概在 110 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇逆差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 160 亿美元左右。

图 3：汇率与结售汇差额



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：央行干预等引起的外储变动



资料来源：WIND，财信研究院

二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数上行，两者共计使我国外汇储备增加 69 亿美元左右

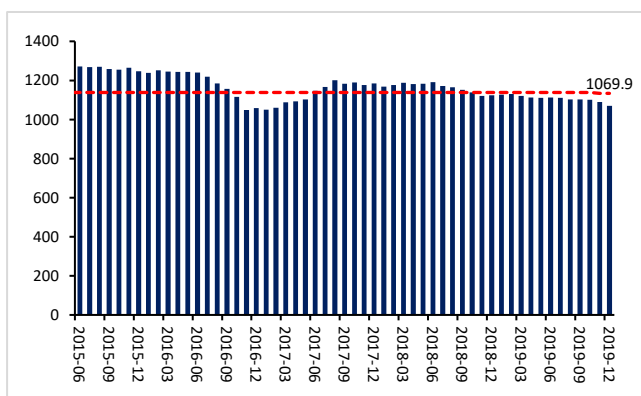
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 137 亿美元左右，加上应计利息收入 30 亿美元，共导致外储增加约 167 亿美元

外汇储备所投资资产的价格变动，自然会对外汇储备总额产生影响。考虑到数据可获得性以及美国国债在我国外汇储备中占比达 1/3 左右的现状，我们据此分析美国国债价格变动对我国外储价值的影响。2016 年 12 月-2019 年 12 月份，中国持有的美国国债月均约为 11338 亿美元。从 2018 年三季度起，我国持有的美国国债有所减少，2019 年 12 月小幅减少至 10699 亿美元（见图 5）。2020 年 2 月末美国 1 年期以上国债收益率环

比降低约 0.41%，假设 2020 年 1~2 月份中国持有的美国国债为 11000 美元，通过估算，发现美国国债收益率的降低，导致国债价格上升，使我国外汇储备增加 137 亿美元左右（见图 6）。

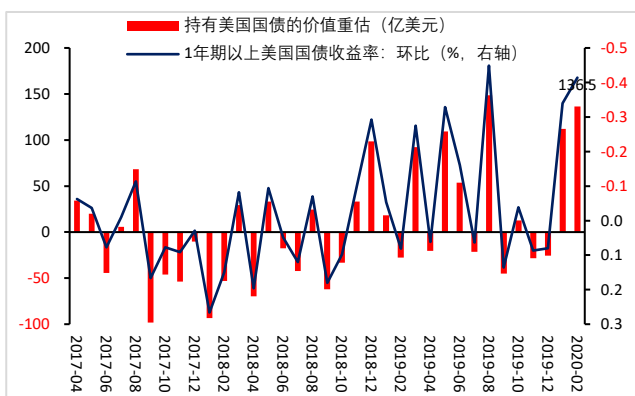
此外，还应加上 2 月份美国国债的应计利息收入，我们预计在 30 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 167 亿美元左右。

图 5：2016 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



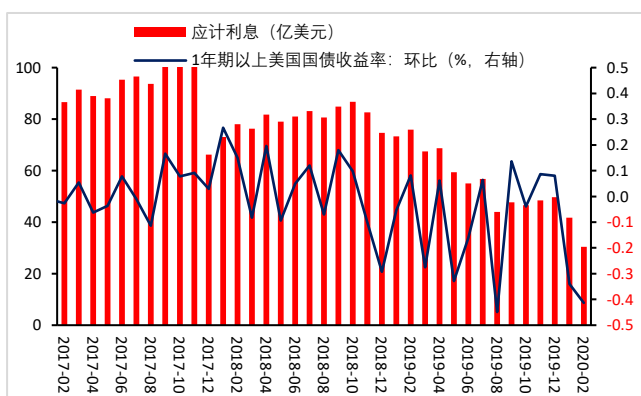
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：美国国债收益率下行导致外储重估价值增加



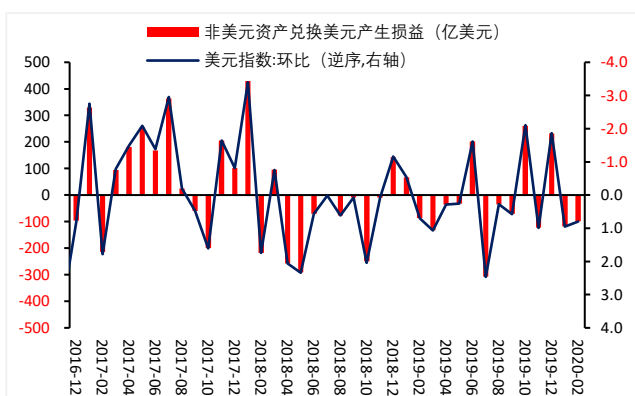
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：中国持有的美国国债应计利息情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：美元指数环比上升导致外储减少



资料来源：WIND，财信研究院

（二）汇兑损益：美元指数上升导致我国外汇储备减少约 98 亿美元

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_6714

