



外储增加主因：美元指数下跌导致汇兑损益增加

——2019 年 10 月外汇储备数据的点评宏观点评

投资要点：

- **10 月外汇储备较上月增加 127 亿美元至 31052 亿美元，稳定在 3 万亿美元之上。**造成外储增加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 10 月外汇储备减少 550 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 326 亿美元；三是境外机构配置境内银行间债券，使外汇储备增加 100 亿美元；四是预计 10 月贸易顺差为 350 亿美元左右。其中：
- **交易因素：预计耗费外储 550 亿美元左右。**10 月美元指数大幅下行，较上月末降低 2.10%；美元兑人民币汇率由 9 月末的 7.1381 降至 10 月末的 7.0350，人民币对美元升值 1.44%，低于美元指数的下降幅度，表明了央行在美元指数走弱时成功地加强了外汇预期的稳定。在央行加强外汇管制措施和国内经济下行压力加大的背景下，预计 10 月银行结售汇逆差较上月维持不变，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 500 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 326 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），10 月美国国债收益率环比降低 0.04%，债券价格上升，预计导致我国外汇储备增加 14 亿美元左右，加上国债应计利息收入约 51 亿美元，外储共增加约 65 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），10 月美元指数环比下降 2.10%，导致非美元资产兑换为美元时产生汇兑收益，预计使我国外储增加 261 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 326 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 9 月末股票、债券、贷款和存款余额达到 5.86 万亿元，折合约 8215 亿美元，较 2018 年底增加 1155 亿美元左右。2019 年前 9 月境外机构配置的银行间债券较 2018 年底增加了约 571 亿美元，9 月当月环比提高 102 亿美元。我们预计境外机构配置境内银行间债券，将使 10 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：010-68084680

邮箱：chenran_warden@163.com

目录

一、交易因素：预计耗费外储 550 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 500 亿美元	3
二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数下行，两者共计使我国外汇储备增加 326 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 14 亿美元左右，加上应计利息收入 51 亿美元，共导致外储增加约 65 亿美元	4
（二）汇兑损益：美元指数下降导致我国外汇储备增加约 261 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：2019 年 10 月末，中国外汇储备 31052 亿美元，较 9 月末增加 127 亿美元，较去年同期增加 521 亿美元（见图 1）。以 SDR 计，10 月末我国外汇储备为 22511 亿 SDR，较上月减少 172 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 2018 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 2017 年变动-110、667、222 和-242 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。

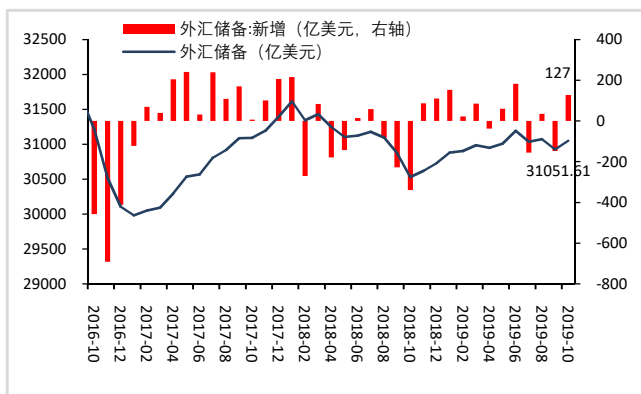
一、交易因素：预计耗费外储 550 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 50 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 500 亿美元

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。

10 月美元指数大幅下行，较上月末降低 2.10%。受其影响，10 月末人民币汇率有所升值，美元兑人民币汇率由 9 月末的 7.1381 降至 10 月末的 7.0350，人民币对美元升值 1.44%（见图 2），变动幅度小于美元指数，表明了央行在美元指数走弱时成功地加强了外汇预期的稳定。在央行加强外汇管制措施和国内经济下行压力加大的背景下，我们

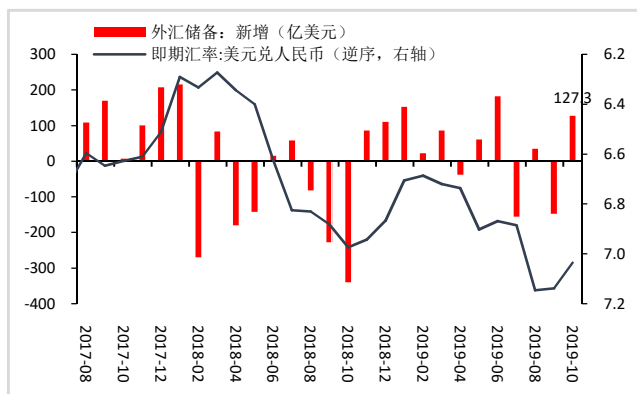
预计 10 月份银行结售汇逆差将维持稳定，在 50 亿美元左右（见图 3）。

图 1：10 月份外汇储备增加



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

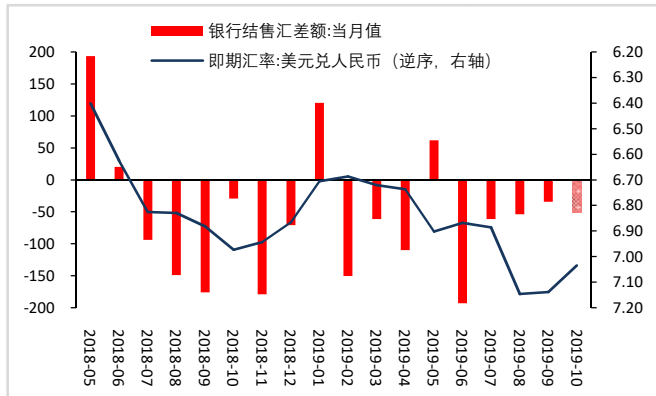
图 2：人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

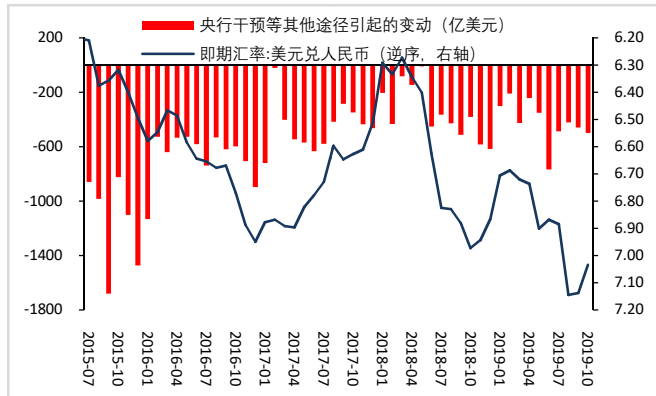
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。10 月中美贸易摩擦出现缓和，人民币升值预期转强，我们预计当月央行干预力度减弱，大概在 500 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇逆差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 550 亿美元左右。

图 3：汇率与结售汇差额



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：央行干预等引起的外储变动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数下行，两者共计使我国外汇储备增加 326 亿美元左右

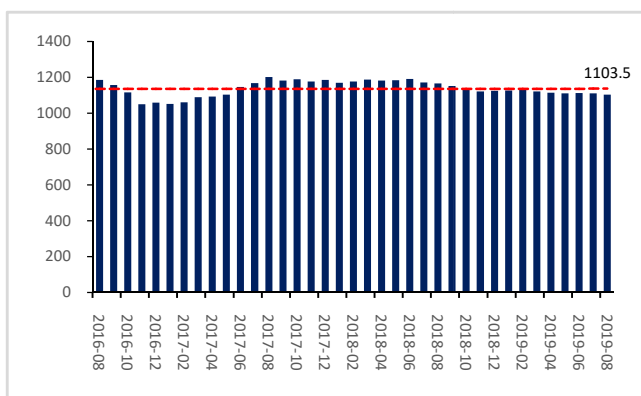
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 14 亿美元左右，加上应计利息收入 51 亿美元，共导致外储增加约 65 亿美元

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 8 月-2019 年 8 月份，中国持有的美国国债月均约为 11377 亿美元。2017 年下半年以来，我国持有的美国国债金额比较稳定，但从 2018 年三季度起，持有的美国国债有所减少，2019 年 8 月小幅减少至 11035 亿美元（见

图 5)。2019 年 10 月末美国 1 年期以上国债收益率环比降低约 0.04%，假设 2019 年 9~10 月份中国持有的美国国债为 11000 亿美元，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 14 亿美元左右（见图 6）。

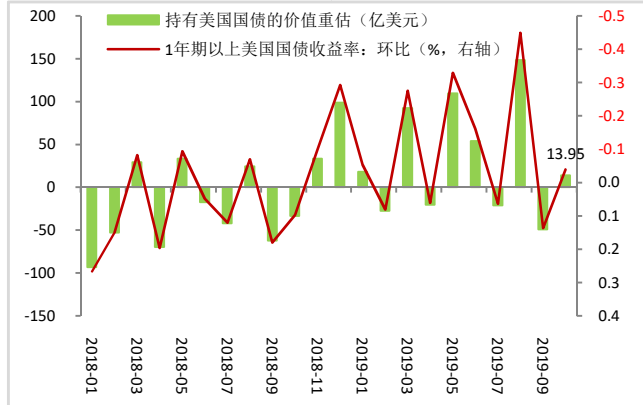
此外，还应加上 10 月份美国国债的应计利息收入，我们预计在 51 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 65 亿美元左右。

图 5：2016 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



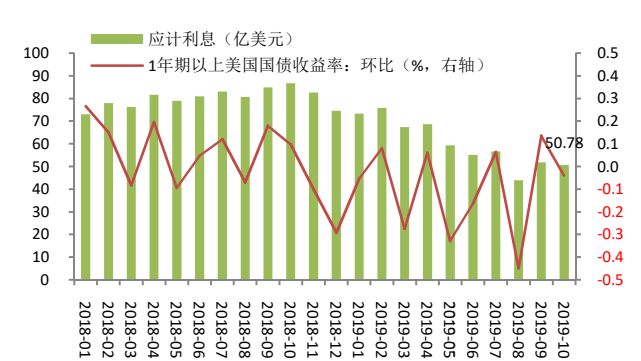
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：美国国债收益率下行导致外储重估价值增加



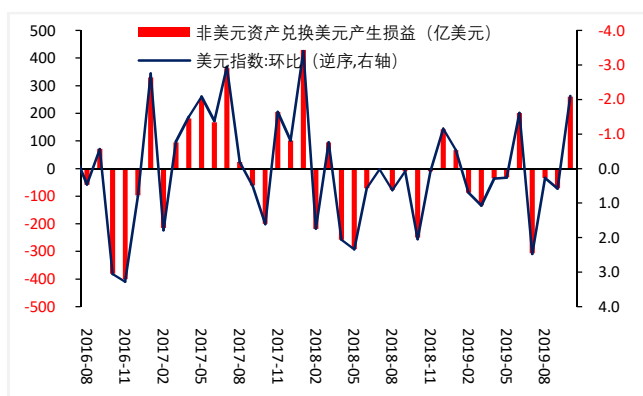
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 7：中国持有的美国国债应计利息情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：美元指数环比下降导致外储增加



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）汇兑损益：美元指数下降导致我国外汇储备增加约 261 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_9147

