

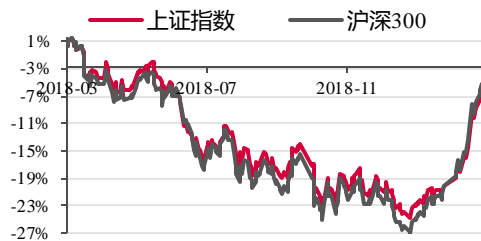
宏观点评

人民币贬值预期减弱，外汇储备稳定

——2019年2月外汇储备数据点评

2019年03月08日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	18.65	19.21	-5.53
沪深300	17.29	19.72	-6.59

胡文艳

执业证书编号: S0530518070001
huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

李沫

limo@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

研究助理

010-68080380

投资要点

- 2月外汇储备较上月增加23亿美元至30902亿美元,连续四个月提高,稳定在3万亿美元之上。造成外储增加的原因有三:一是因企业、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2月外汇储备减少129亿美元左右;二是受汇率、价格等非交易因素变动引起的估值效应,使外汇储备减少约38亿美元;三是预计2月贸易顺差在190亿美元左右。其中:
 - 交易因素:预计耗费外储129亿美元左右。2月美元指数和人民币汇率都先升后降,但美元指数环比提高0.70%,美元兑人民币汇率却由上月末的6.7055降至6.6868,人民币对美元升值0.28%。两者出现背离,主要原因在于它们前后波动幅度的差异,上半月美元上升幅度大于下半月的降幅,而上半月人民币对美元汇率的贬值幅度要小于下半月的升值幅度,表明央行外汇市场操作的灵活性有所提高,成功的稳定了外汇市场预期。在央行加强外汇干预和国内经济下行压力加大的情况下,预计银行结售汇差额相对稳定,规模与上月持平,在120亿美元左右;央行为满足用汇需求和其他干预,预计发生外储损耗249亿美元左右,短期跨境资本流动仍相对平稳。
 - 非交易因素(即估值效应):预计使外汇储备减少38亿美元左右。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提高0.08%,债券价格下降,预计导致我国外汇储备减少27亿美元左右,加上国债应计利息收入约75亿美元,外储共增加约48亿美元;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0.70%,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86亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共计使我国外汇储备减少38亿美元。
- 风险提示:宏观经济下行、政策变动风险。

内容目录

1 交易因素：预计耗费外储 129 亿美元左右。2 月美元指数震荡下行，人民币对美元汇率升值，预计银行结售汇顺额在 120 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 249 亿美元左右	3
2 非交易因素（即估值效应）：美国国债价格下降，名义美元指数有所提高，两者共计使我国外汇储备减少 38 亿美元左右	4
2.1 价值重估：美国国债收益率提高，导致外汇储备减少 27 亿美元左右，加上应计利息收入 75 亿美元，共导致外储增加约 48 亿美元	4
2.2 汇兑损益：美元指数上升导致我国外汇储备减少约 86 亿美元	5

图表目录

图 1：2 月份外汇储备小幅提高	4
图 2：人民币贬值预期和外汇储备	4
图 3：汇率贬值预期与结售汇差额	4
图 4：央行干预等引起的外储变动	4
图 5：2015 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）	5
图 6：美国国债收益率提高导致外储重估价值减少	5
图 7：中国持有的美国国债应计利息情况	5
图 8：美元指数环比上升导致外储降低	5

事件：2019年2月末，中国外汇储备30902亿美元，较1月末增加23亿美元，较去年同期减少443亿美元，连续四个月提高（见图1）。以SDR计，2月末我国外汇储备为22105亿SDR，较上月增加59亿SDR。

点评：

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”。

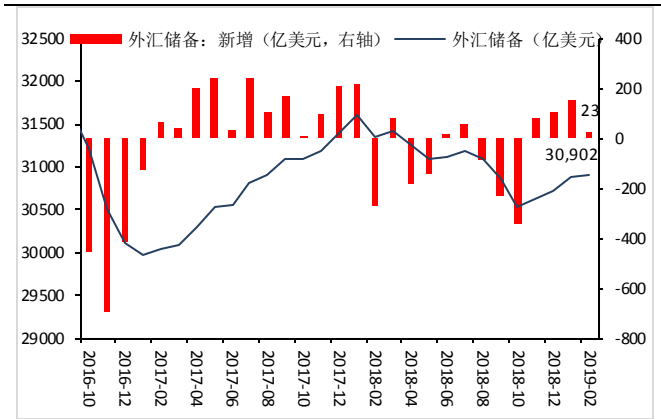
因此，当月外汇储备变动额可以分解为两大类因素，一是由于经济主体的**交易行为**导致外汇储备的变动，具体包括企业、居民的银行结售汇和中央银行在外汇市场上的操作，二是受汇率、价格等非交易因素变动影响导致的外汇储备变动，即所谓的**估值效应**，具体是指上一期外汇储备投资海外债券、股票等资产带来的收益（以下简称**价值重估**）和由于外汇储备的计价货币对其他货币的汇率变化导致的损益（以下简称**汇兑损益**）。由于我国外汇储备的计价货币是美元，所以美元对欧元、英镑、日元等货币汇率的波动，自然会影响到我国外汇储备的增减变化。当然，估值效应数据中可能包括了热钱进出的变化。

1 交易因素：预计耗费外储 129 亿美元左右。2 月美元指数震荡下行，人民币对美元汇率升值，预计银行结售汇顺额在 120 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 249 亿美元左右

从短期看，影响我国企业和居民银行结售汇行为的原因，主要是人民币兑美元汇率升贬值预期的变化。通过比较人民币兑美元升贬值预期与企业居民的银行结售汇差额的历史数据，我们发现，人民币贬值预期越强，银行结售汇逆差越大。

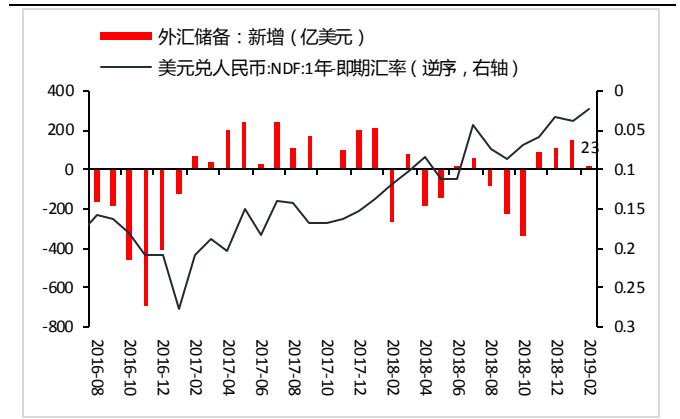
如果以“美元兑人民币无本金交割远期外汇交易 NDF-美元兑人民币即期汇率”来衡量人民币的升贬值预期变化，2月末两者差额为232个基点，环比收窄153个基点（见图2），人民币贬值预期有所降低。2月份美元指数先升后降，但前期升幅超过后期降幅，所以整体看，2月末美元指数较上月末有所提高，升幅为0.70%。美元兑人民币汇率虽然和美元指数一样先升后降，但前后波动幅度与其正好相反，由1月末的6.7055降至2月末的6.6868，人民币对美元升值0.28%。美元指数和人民币汇率前后波动幅度的背离，表明央行外汇市场操作的灵活性有所提高，成功的稳定了外汇市场预期。因此，在央行加强外汇管制措施和国内经济下行压力加大的背景下，综合人民币贬值预期减弱的影响，我们预计2月份银行结售汇顺差将与上月持平，在120亿美元左右（见图3）。

图 1：2 月份外汇储备小幅提高



资料来源：WIND，财富证券

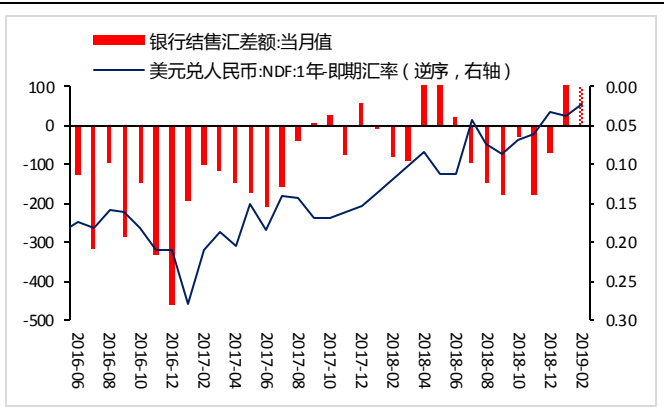
图 2：人民币贬值预期和外汇储备



资料来源：WIND，财富证券

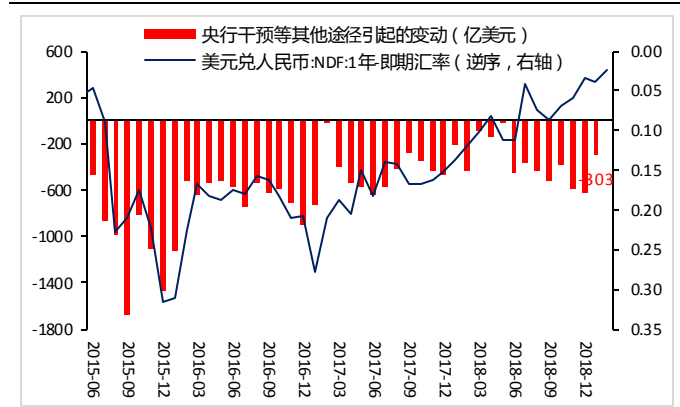
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。2 月人民币汇率有所升值，我们预计当月央行干预力度有所减少，大概在 249 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇顺差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 129 亿美元左右。

图 3：汇率贬值预期与结售汇差额



资料来源：WIND，财富证券

图 4：央行干预等引起的外储变动



资料来源：WIND，财富证券

2 非交易因素（即估值效应）：美国国债价格下降，名义美元指数有所提高，两者共计使我国外汇储备减少 38 亿美元左右

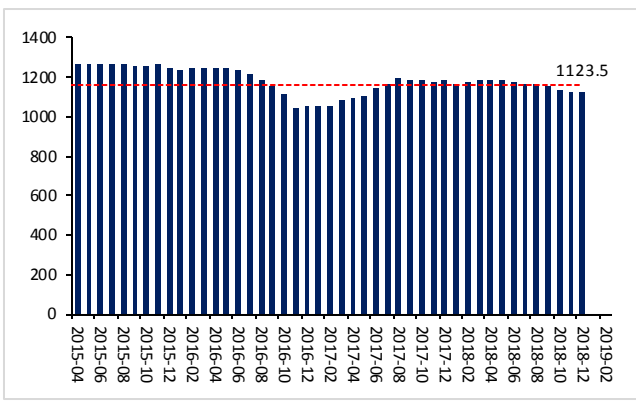
2.1 价值重估：美国国债收益率提高，导致外汇储备减少 27 亿美元左右，加上应计利息收入 75 亿美元，共导致外储增加约 48 亿美元

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，我们分析美国国债价格变动对我国外储价值的影响。2016 年 1 月~2018 年 12 月份，中国持有的美国国债月均约为 11621 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，持有的美国国债呈缓慢下降态势，2018 年 12 月为 11235 亿美元（见图 5）。2019

年 2 月末美国 1 年期以上国债收益率环比提高约 0.08%，假设 2019 年 1~2 月份中国持有的美国国债为 11200 亿美元，通过估算，发现美国国债收益率的提高，导致国债价格下降，使我国外汇储备减少 27 亿美元左右（见图 6）。

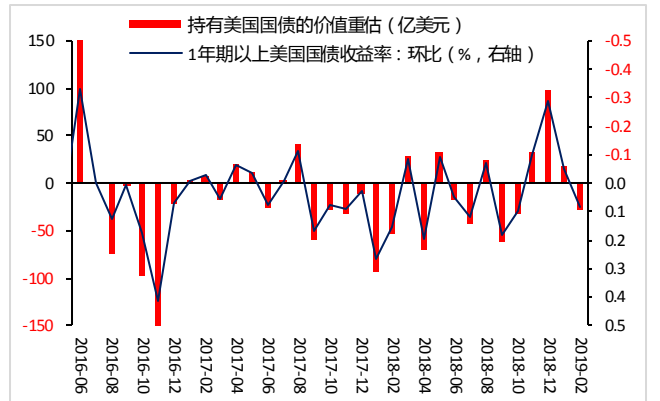
此外，还应加上 2 月份美国国债的应计利息收入，我们预计 75 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 48 亿美元左右。

图 5：2015 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



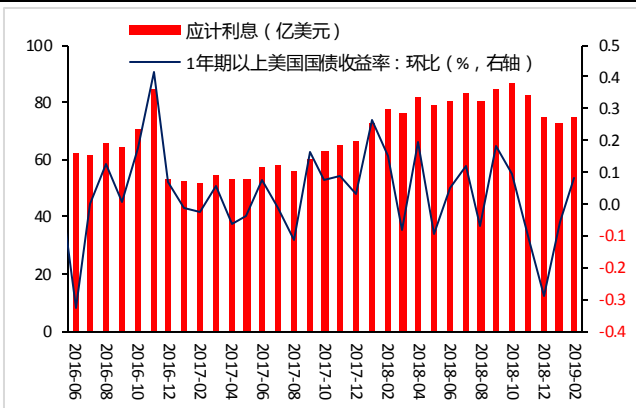
资料来源：WIND，财富证券

图 6：美国国债收益率提高导致外储重估价值减少



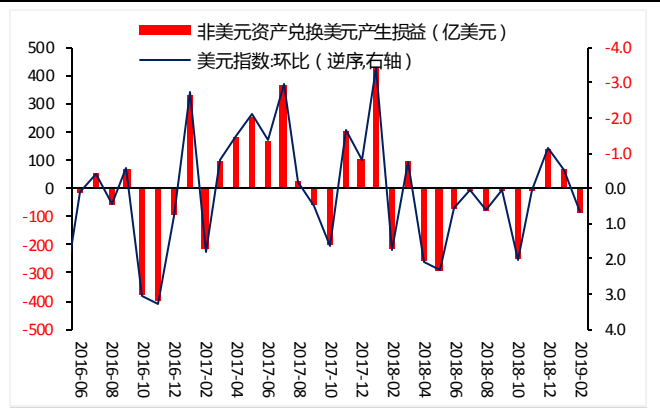
资料来源：WIND，财富证券

图 7：中国持有的美国国债应计利息情况



资料来源：WIND，财富证券

图 8：美元指数环比上升导致外储降低



资料来源：WIND，财富证券

2.2 汇兑损益：美元指数上升导致我国外汇储备减少约 86 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_13857

