

非美元资产价格调整使外储小幅上升

——2019年1月外汇储备数据点评

2019年02月11日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	3.92	2.12	-15.21
沪深300	6.84	4.39	-13.91

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

- 1月外汇储备较上月增加152亿美元至30879亿美元，连续三个月提高，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1月外汇储备减少360亿美元左右；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128亿美元；三是预计1月贸易顺差为380亿美元左右。其中：
 - 交易因素：预计耗费外储360亿美元左右。1月美元指数震荡下行，较上月末降低0.54%；受其影响，美元兑人民币汇率由12月末的6.8658降至6.7055，人民币对美元升值2.33%，变动幅度远超美元指数，表明央行在美元指数走弱时成功地加强了外汇预期的稳定，人民币汇率弹性也明显增强。在央行加强外汇干预和国内经济下行压力加大的情况下，预计银行结售汇逆差相对稳定，规模较上月略有扩大，在80亿美元左右；央行为满足用汇需求和其他干预，预计发生外储损耗280亿美元左右，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128亿美元左右。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），1月美国国债收益率环比提高0.04%，债券价格下降，预计导致我国外汇储备减少15亿美元左右，加上国债应计利息收入约76亿美元，外储共增加约61亿美元；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），1月美元指数环比下降0.54%，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67亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共计使我国外储增加128亿美元。
- 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 360 亿美元左右。1 月美元指数震荡下行，人民币对美元汇率升值，预计银行结售汇逆差在 80 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 280 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，名义美元指数波动下行，两者共计使我国外汇储备增加 128 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 15 亿美元左右，加上应计利息收入 76 亿美元，共导致外储增加约 61 亿美元.....	4
2.2 汇兑损益：美元指数下降导致我国外汇储备增加约 67 亿美元.....	5

图表目录

图 1：1 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：美元指数环比下降导致外储提高.....	5

事件：2019年1月末，中国外汇储备30879亿美元，较12月末增加152亿美元，较去年同期减少735亿美元，连续三个月提高（见图1）。以SDR计，1月末我国外汇储备为22046亿SDR，较上月减少48亿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”。

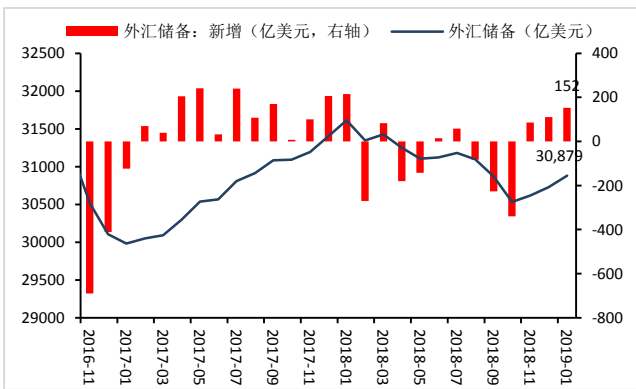
因此，当月外汇储备变动额可以分解为两大类因素，一是由于经济主体的**交易行为**导致外汇储备的变动，具体包括企业、居民的银行结售汇和中央银行在外汇市场上的操作，二是受汇率、价格等非交易因素变动影响导致的外汇储备变动，即所谓的**估值效应**，具体是指上一期外汇储备投资海外债券、股票等资产带来的收益（以下简称**价值重估**）和由于外汇储备的计价货币对其他货币的汇率变化导致的损益（以下简称**汇兑损益**）。由于我国外汇储备的计价货币是美元，所以美元对欧元、英镑、日元等货币汇率的波动，自然会影响到我国外汇储备的增减变化。当然，估值效应数据中可能包括了热钱进出的变化。

1 交易因素：预计耗费外储 360 亿美元左右。1 月美元指数震荡下行，人民币对美元汇率升值，预计银行结售汇逆差在 80 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 280 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。

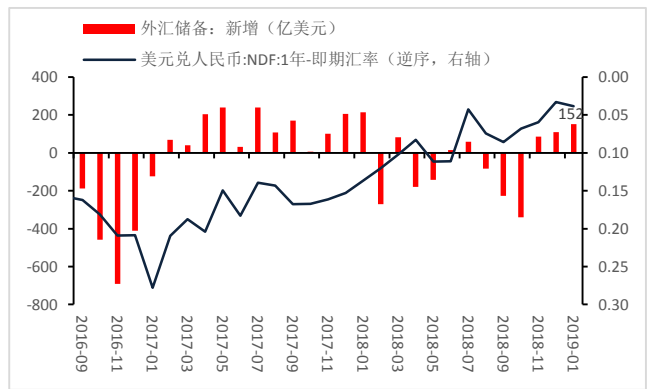
如果以“美元兑人民币无本金交割远期外汇交易 NDF-美元兑人民币即期汇率”来衡量人民币的升贬值预期变化，1月末两者差额为385个基点，环比扩大58个基点（见图2），人民币贬值预期有所提高，但仍在低位区间。1月美元指数震荡中有所下行，较上月末降低0.54%。受其影响，1月末人民币汇率有所升值，美元兑人民币汇率由12月末的6.8658降至1月末的6.7055，人民币对美元升值2.33%，变动幅度远超美元指数，表明央行在美元指数走弱时成功地加强了外汇预期的稳定，人民币汇率弹性也明显加大。在央行加强外汇管制措施和国内经济下行压力加大的背景下，我们预计1月份银行结售汇逆差将略所扩大，在80亿美元左右（见图3）。

图 1：1 月份外汇储备小幅提高



资料来源：WIND 财富证券

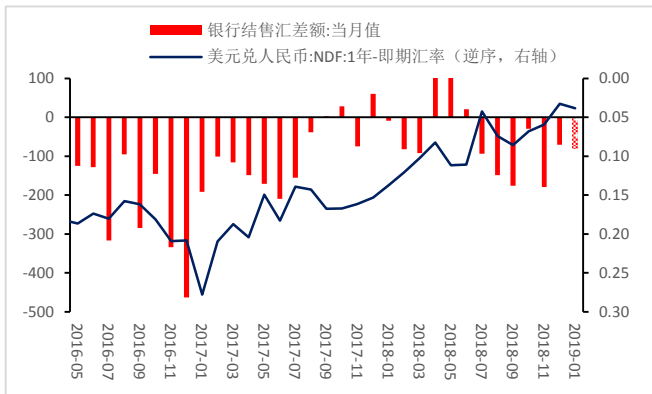
图 2：人民币贬值预期和外汇储备



资料来源：WIND 财富证券

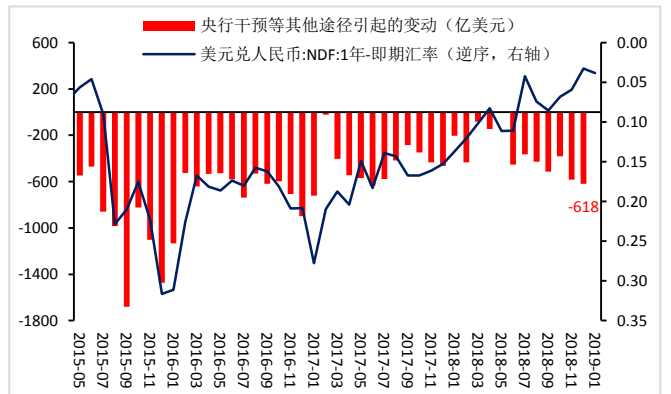
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。1 月人民币汇率有所升值，我们预计当月央行干预力度有所减少，大概在 280 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇逆差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 360 亿美元左右。

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，名义美元指数波动下行，两者共计使我国外汇储备增加 128 亿美元左右

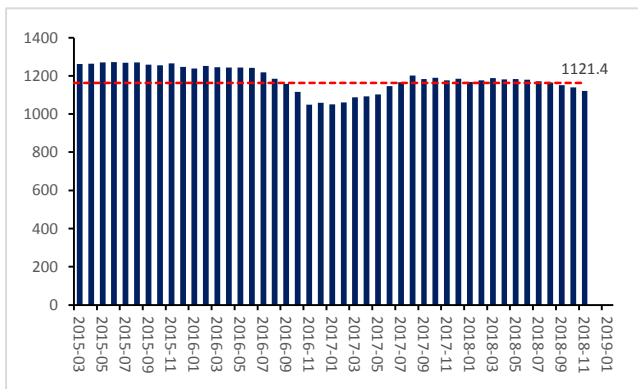
2.1 价值重估：美国国债收益率提高，导致外汇储备减少 15 亿美元左右，加上应计利息收入 76 亿美元，共导致外储增加约 61 亿美元

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 11 月份，中国持有的美国国债月均约为 11632 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，2018 年 11 月降为 11214 亿美元（见图 5）。2019 年

1月末美国1年期以上国债收益率环比提高约0.04%，假设2018年11~12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15亿美元左右（见图6）。

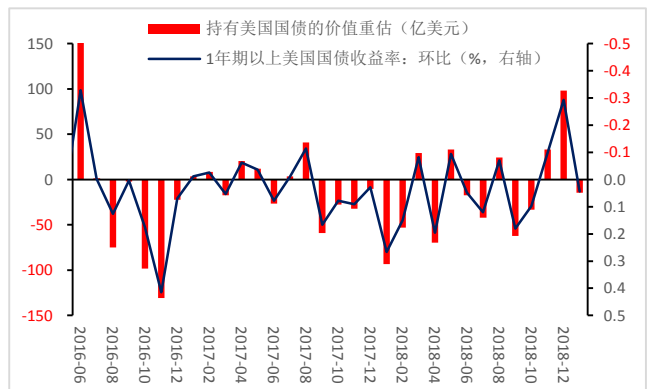
此外，还应加上1月份美国国债的应计利息收入，我们预计76亿美元左右（见图7）。两项相加，共导致外储增加61亿美元左右。

图 5：2015 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



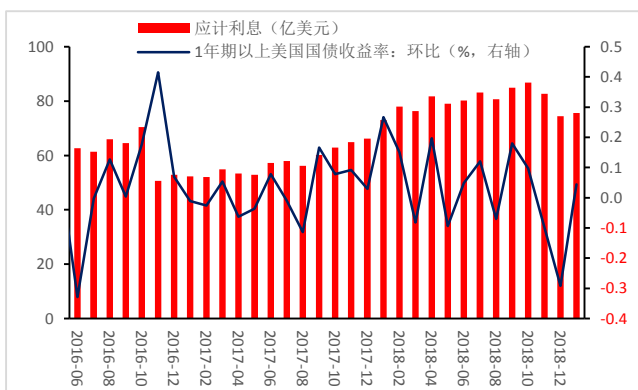
资料来源：WIND，财富证券

图 6：美国国债收益率提高导致外储重估价值减少



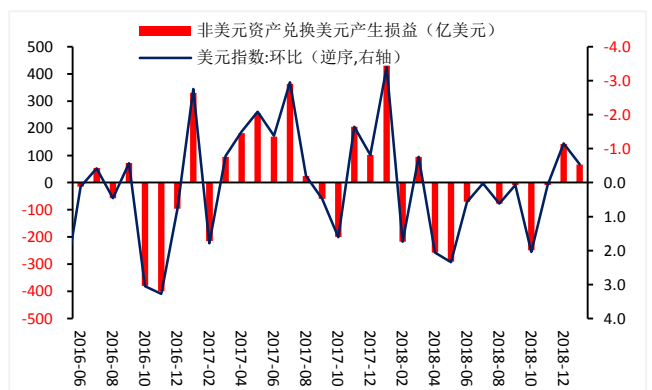
资料来源：WIND，财富证券

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：美元指数环比下降导致外储提高



资料来源：WIND，财富证券

2.2 汇兑损益：美元指数下降导致我国外汇储备增加约 67 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_14285



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn