



## 贸易顺差和外资流入促外储增加

——2020年4月外汇储备数据点评

宏观点评

### 投资要点:

- **4月外汇储备较上月增加308亿美元至30915亿美元。**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，预计使4月外汇储备减少270亿美元左右；**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22亿美元；**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**4月贸易顺差为453亿美元，但本月顺差来自出口超预期增长和进口大幅下跌，预计不可持续，未来外贸或将成为外储变动重大因素。
- **交易因素：预计耗费外储270亿美元左右。**4月美元指数有所上升，较上月末提高0.05%，但美元兑人民币汇率由3月末的7.0931降至4月末的7.0519，人民币对美元升值0.58%。美元指数和人民币汇率变化方向的背离，表明了国内经济基本面相对较好。在国内疫情防控、复工复产形势向好，全球经济下行压力加大的背景下，我们预计4月份银行结售汇顺差保持不变，在180亿美元左右。央行为满足用汇需求和其他干预，预计发生外储损耗450亿美元左右，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22亿美元左右。**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），4月美国国债收益率环比降低0.04%，债券价格上涨，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15亿美元，外储共增加约29亿美元；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），4月美元指数环比上升0.05%，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7亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共使我国外汇储备增加22亿美元。
- **境外机构资产配置效应：约使外储增加100亿美元。**2020年3月末，境外机构和个人持有境内股票、债券、贷款和存款余额达到6.38万亿元，折合约9046亿美元，较2019年3月末增加921亿美元左右，2020年4月份北向资金净流入84亿美元。我们预计境外机构配置境内人民币金融资产，将使4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  
财信证券 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@hnrkg.com



财信宏观经济研究中心微信号

## 目 录

|  |   |
|--|---|
| 一、交易因素：预计耗费外储 270 亿美元左右，其中银行结售汇顺差约 180 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 450 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 22 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 15 亿美元，共导致外储增加约 29 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 7 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4月末, 中国外汇储备30915亿美元, 较3月末增加308亿美元, 较去年同期减少35亿美元(见图1)。以SDR计, 4月末我国外汇储备为22625亿SDR, 较上月增加199亿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2020年3月末股票、债券、贷款和存款余额, 分别达到2676、3290、1258和1822亿美元, 较去年同期变动177、590、-9和163亿美元。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。

## 一、交易因素: 预计耗费外储270亿美元左右, 其中银行结售汇顺差约180亿美元, 央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约450亿美元

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。

4月美元指数小幅上升, 较上月末提高0.05%。但4月末人民币汇率有所升值, 美元兑人民币汇率由3月末的7.0931降低至4月末的7.0519, 人民币对美元升值0.58%(见图2)。美元指数和人民币汇率变化方向的背离, 表明了国内经济基本面相对较好, 也反映央行外汇市场操作灵活性的提高。在国内疫情防控、复工复产形势向好, 全球经济下行压力加大的背景下, 我们预计4月份银行结售汇顺差保持不变, 在180亿美元左右(见

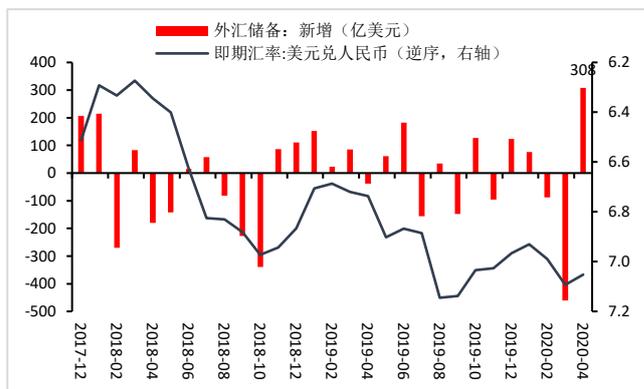
图 3)。

图 1: 4 月份外汇储备增加



资料来源: WIND, 财信研究院

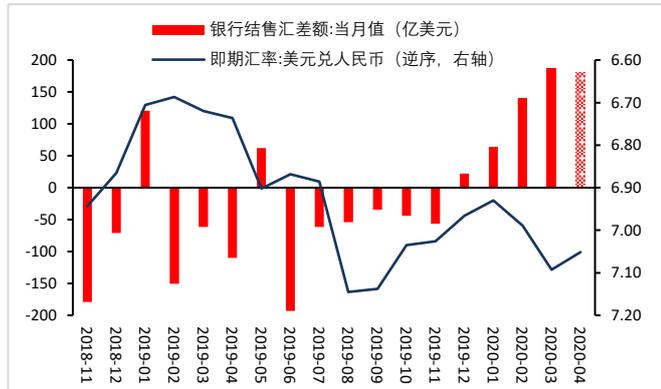
图 2: 人民币汇率和外汇储备



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。4 月全球疫情持续蔓延，市场避险情绪提升，人民币贬值压力加大，预计当月央行干预力度有所加强，大概在 450 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流动的结售汇差额，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 270 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 22 亿美元左右

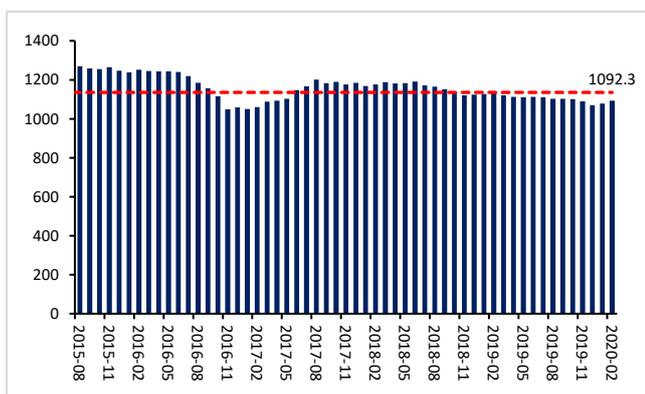
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 14 亿美元左右，加上应计利息收入 15 亿美元，共导致外储增加约 29 亿美元

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。2017 年 2 月-2020 年 2 月份，中国持有的美国国债月均约为 11355 亿美元。从 2018 年三季度起，我国持有的美国国债有所减少，2020 年 2 月小幅增加至 10923 亿美元（见图 5）。2020 年 4 月末美国 1 年期以上国债收益率环比

降低约 0.04%，假设 2020 年 3 ~4 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）。

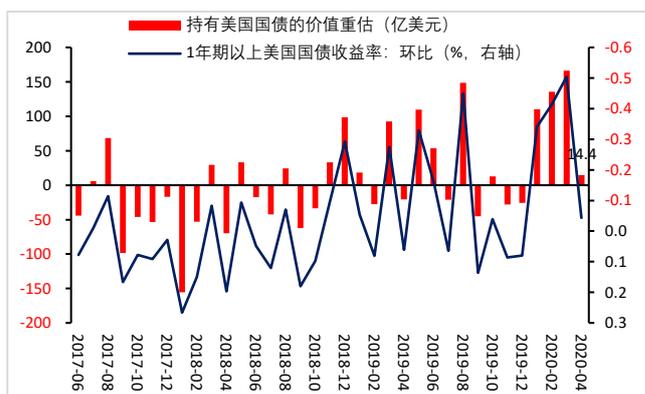
此外，还应加上 4 月份美国国债的应计利息收入，我们预计在 15 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 29 亿美元左右。

图 5：2016 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



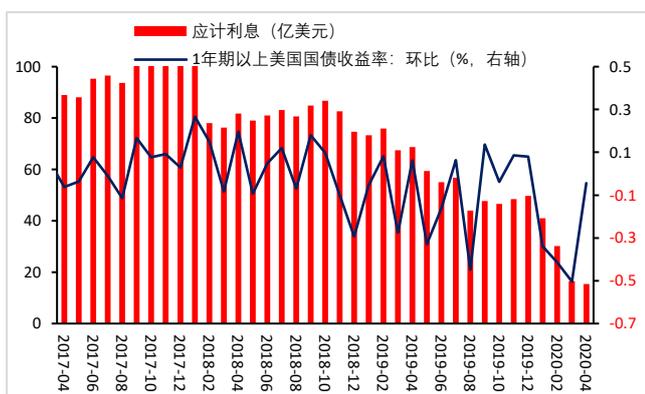
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：美国国债收益率下行导致外储重估价值增加



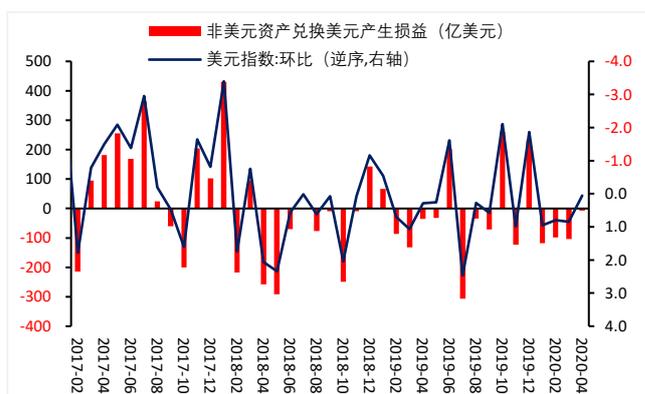
资料来源：WIND，财信研究院

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 7 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\\_5368](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5368)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn