



美元走强致非美元资产减值，外贸因素亦拖累外储规模

——2020 年 3 月外汇储备数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **3 月外汇储备较上月减少 461 亿美元至 30606 亿美元。**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 3 月外汇储备减少 560 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 79 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 70 亿美元；**四是**预计 3 月贸易逆差为 50 亿美元左右，受海外疫情影响，外贸企业出口创汇能力减弱，成为外汇储备的重要拖累因素。
- **交易因素：预计耗费外储 560 亿美元左右。**3 月美元指数有所上升，较上月末提高 0.85%；美元兑人民币汇率由 2 月末的 6.9896 升至 3 月末的 7.0931，人民币对美元贬值 1.48%，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疫情引发国内外不确定性加大的背景下，预计 3 月银行结售汇逆差有所增加，在 100 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 460 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 79 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），3 月美国国债收益率环比降低 0.50%，债券价格上涨，预计导致我国外汇储备增加 166 亿美元左右，加上国债应计利息收入约 17 亿美元，外储共增加约 183 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），3 月美元指数环比上升 0.85%，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 104 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 79 亿美元。
- **境外机构资产配置效应：约使外储增加 70 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 98 亿美元，2020 年 2 月当月环比提高 71 亿美元。我们预计境外机构配置境内人民币金融资产，将使 3 月当月外储增加约 70 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@hnjrkj.com

目 录

一、交易因素：预计耗费外储 560 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 100 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 460 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 79 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 166 亿美元左右，加上应计利息收入 17 亿美元，共导致外储增加约 183 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 104 亿美元	5
三、境外机构资产配置效应：约使外储增加 70 亿美元	6

正文：

事件：2020年3月末，中国外汇储备30606亿美元，较2月末减少461亿美元，较去年同期减少381亿美元（见图1）。以SDR计，3月末我国外汇储备为22426亿SDR，较上月减少197亿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。

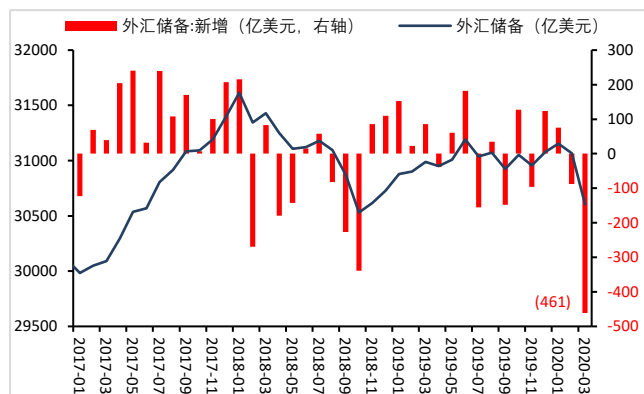
一、交易因素：预计耗费外储560亿美元左右，其中银行结售汇逆差约100亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约460亿美元

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。

3月美元指数有所回升，较上月末提高0.85%。受其影响，3月末人民币汇率有所贬值，美元兑人民币汇率由2月末的6.9896提高至3月末的7.0931，人民币对美元贬值1.48%（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。在央行加强外汇预期引导和疫情引发国内外不确定性加大的背景下，我们预计3月份银行结售汇

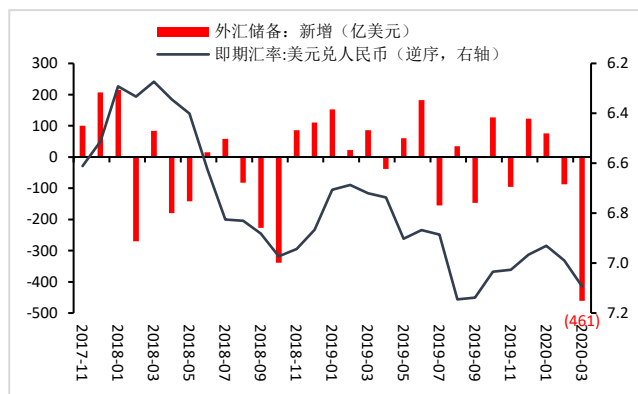
逆差有所增加，在 100 亿美元左右（见图 3）。

图 1：2 月份外汇储备减少



资料来源：WIND，财信研究院

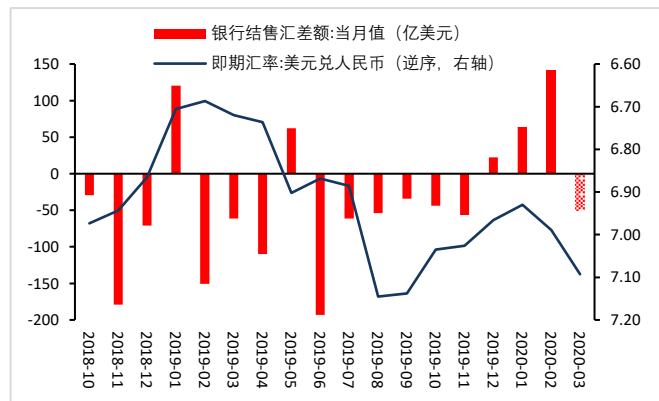
图 2：人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，财信研究院

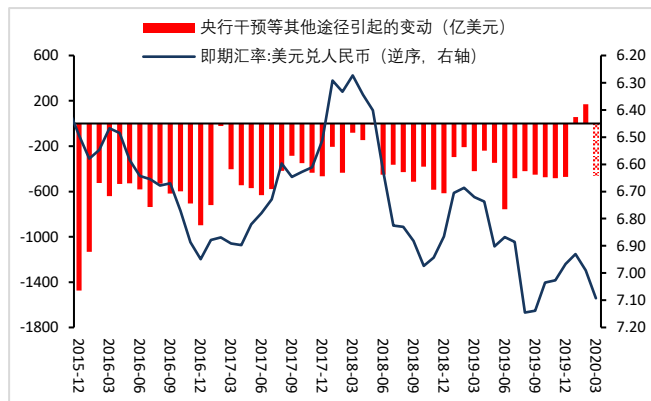
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。3 月全球疫情加速蔓延，市场避险情绪提升，人民币贬值压力加大，预计当月央行干预力度有所加强，大概在 460 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇逆差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 560 亿美元左右。

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 79 亿美元左右

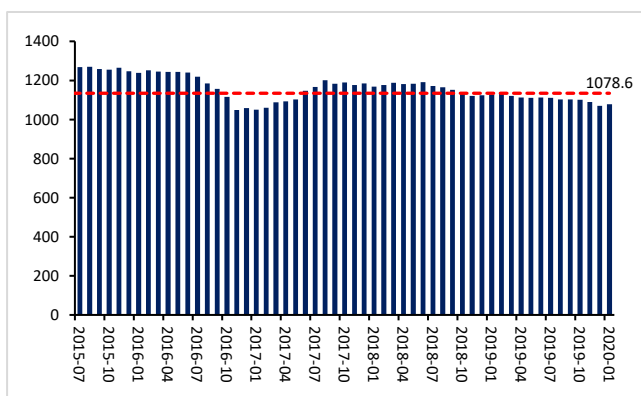
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 166 亿美元左右，加上应计利息收入 17 亿美元，共导致外储增加约 183 亿美元

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 1 月-2020 年 1 月份，中国持有的美国国债月均约为 11344 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 1 月小幅增加至 10786 亿美元（见图 5）。2020 年 3 月末美国 1 年期以上国债收益率环比

降低约 0.50%，假设 2020 年 2~3 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 166 亿美元左右（见图 6）。

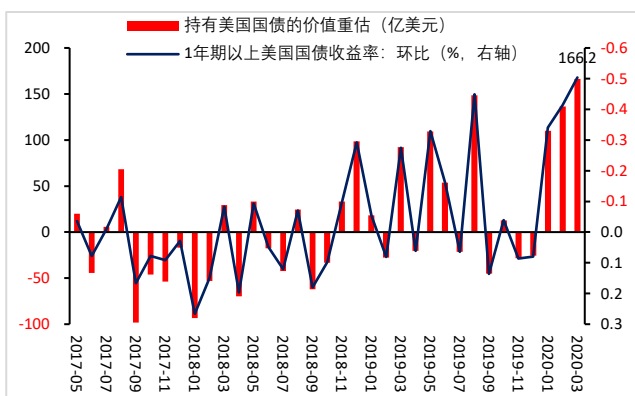
此外，还应加上 3 月份美国国债的应计利息收入，我们预计在 17 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 183 亿美元左右。

图 5：2016 年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



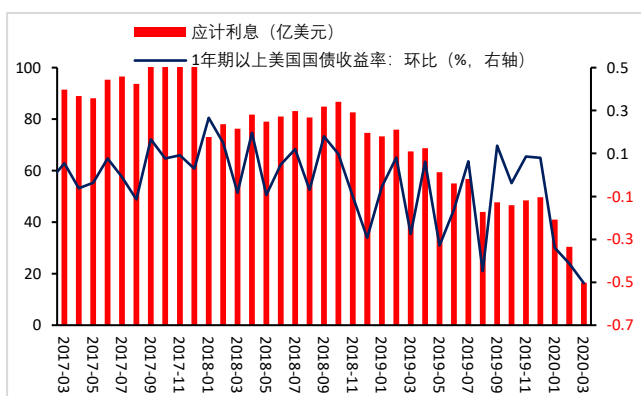
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：美国国债收益率下行导致外储重估价值增加



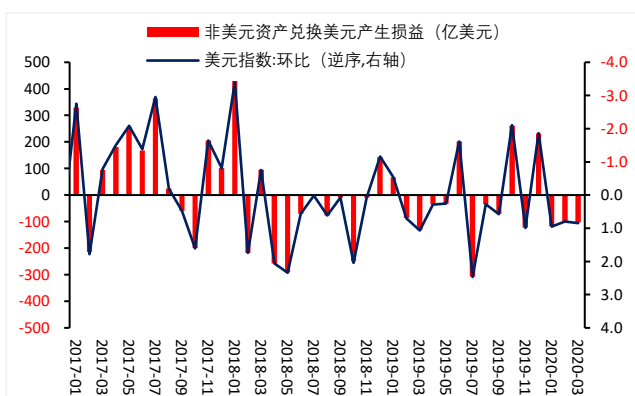
资料来源：WIND，财信研究院

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 104 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_6009

