



估值效应致外汇储备减少

——2019 年 11 月外汇储备数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **11 月外汇储备较上月减少 96 亿美元至 30956 亿美元，仍稳定在 3 万亿美元之上。**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 11 月外汇储备减少 505 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 102 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 60 亿美元；**四是**预计 11 月贸易顺差为 450 亿美元左右。其中：
- **交易因素：预计耗费外储 505 亿美元左右。**11 月美元指数波动上升，较上月末提高 0.99%；美元兑人民币汇率由 10 月末的 7.0350 升至 11 月末的 7.0261，人民币对美元升值 0.12%，美元指数和人民币汇率变化方向的背离，表明中美贸易摩擦的缓和有助于外汇市场投资者预期的稳定，也反映央行外汇市场操作灵活性的提高。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 11 月银行结售汇逆差较上月维持不变，在 40 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 465 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 102 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），11 月美国国债收益率环比提高 0.09%，债券价格下跌，预计导致我国外汇储备减少 28 亿美元左右，加上国债应计利息收入约 49 亿美元，外储共增加约 21 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），11 月美元指数环比上升 0.99%，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 123 亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共使我国外汇储备减少 102 亿美元。
- **境外机构资产配置效应：约使外储增加 60 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 10 月境外机构配置的银行间债券较 2018 年底增加了约 631 亿美元，10 月当月环比提高 59 亿美元。我们预计境外机构配置境内银行间债券，将使 11 月当月外储增加约 60 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 505 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 40 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 465 亿美元	3
二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格下降，名义美元指数上行，两者共计使我国外汇储备减少 102 亿美元左右	4
（一）价值重估：美国国债收益率提高，导致外汇储备减少 28 亿美元左右，加上应计利息收入 49 亿美元，共导致外储增加约 21 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 123 亿美元	5
三、境外机构资产配置效应：约使外储增加 60 亿美元	6

正文：

事件：2019 年 11 月末，中国外汇储备 30956 亿美元，较 10 月末减少 96 亿美元，较去年同期增加 339 亿美元（见图 1）。以 SDR 计，11 月末我国外汇储备为 22548 亿 SDR，较上月增加 37 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。

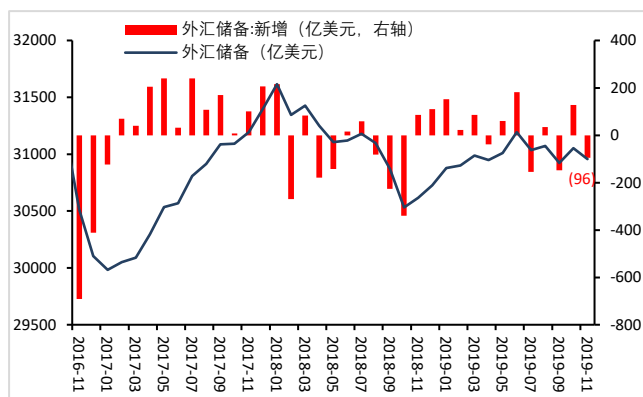
一、交易因素：预计耗费外储 505 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 40 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 465 亿美元

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。

11 月美元指数波动上升，较上月末提高 0.99%，但 11 月末人民币汇率小幅升值，美元兑人民币汇率由 10 月末的 7.0350 升至 11 月末的 7.0261，人民币对美元升值 0.13%（见图 2）。美元指数和人民币汇率变化方向的背离，表明中美贸易摩擦的缓和有助于外汇市场投资者预期的稳定，也反映央行外汇市场操作灵活性的提高。在央行加强外汇管

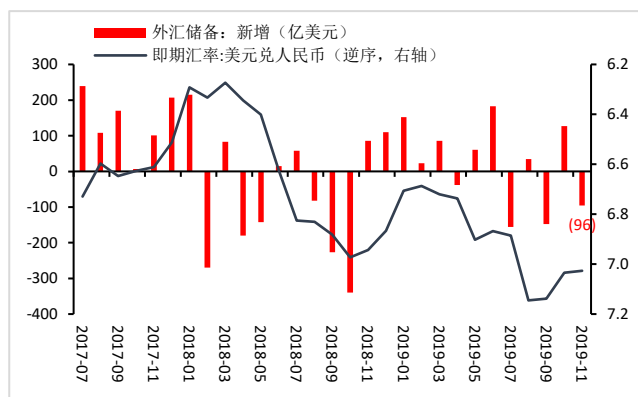
制措施和国内经济下行压力加大的背景下，我们预计 11 月份银行结售汇逆差将维持稳定，在 40 亿美元左右（见图 3）。

图 1：11 月份外汇储备减少



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

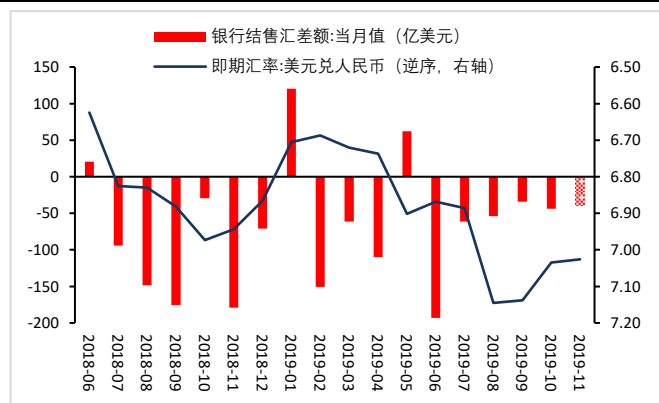
图 2：人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

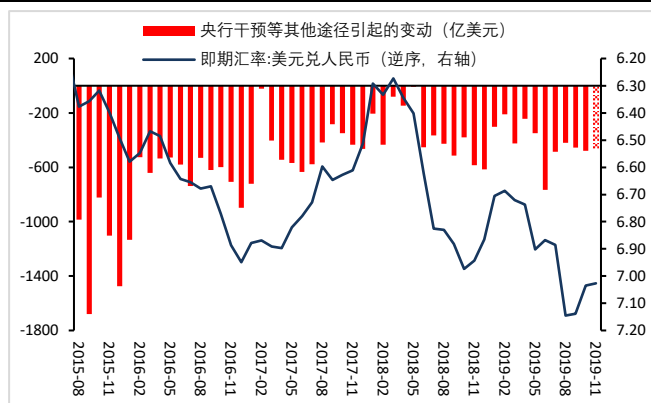
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。11 月中美贸易谈判进入关键阶段，人民币升值预期继续转强，我们预计当月央行干预力度略有减弱，大概在 465 亿美元左右（见图 4）。如果加上反应资本项下资金流出的结售汇逆差，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 505 亿美元左右。

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）：美国国债价格下降，名义美元指数上行，两者共计使我国外汇储备减少 102 亿美元左右

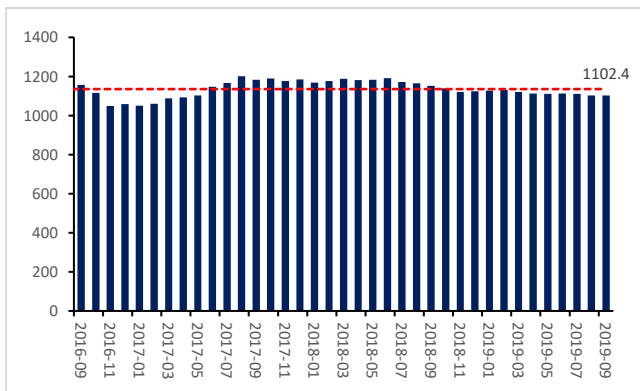
（一）价值重估：美国国债收益率提高，导致外汇储备减少 28 亿美元左右，加上应计利息收入 49 亿美元，共导致外储增加约 21 亿美元

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 9 月-2019 年 9 月份，中国持有的美国国债月均约为 11355 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9月小幅减少至11024亿美元（见图5）。2019年11月末美国1年期以上国债收益率环比提高约0.09%，假设2019年10~11月份中国持有的美国国债为11000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28亿美元左右（见图6）。

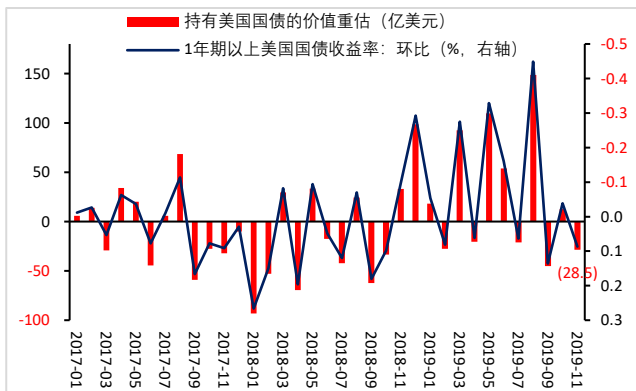
此外，还应加上11月份美国国债的应计利息收入，我们预计在49亿美元左右（见图7）。两项相加，共导致外储增加21亿美元左右。

图5：2016年以来中国持有的美国国债（十亿美元）



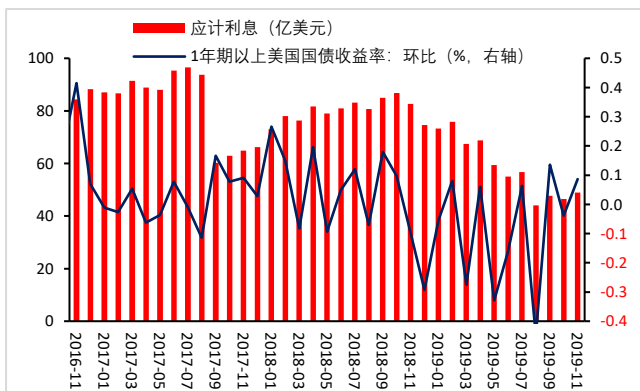
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图6：美国国债收益率上行导致外储重估价值减少



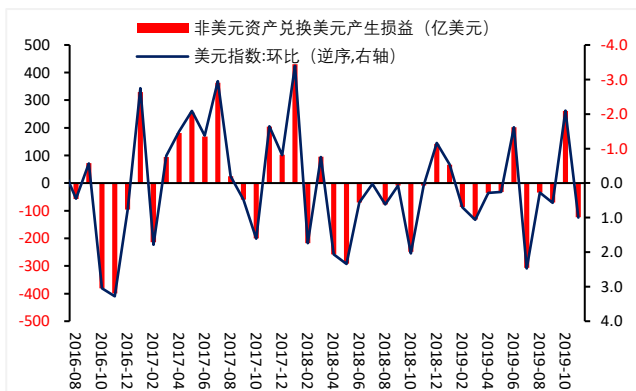
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

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：美元指数环比上升导致外储减少



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

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_8585

