



首创宏观“茶”：

4 季度我国外汇储备破“3”概率较低

证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 10 月 14 日

——9 月外汇储备数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 9 月外汇储备 30,924.31 亿美元，预期 31,056 亿美元，前值 31,071.76 亿美元。我们点评如下：
- 一、估值与汇兑效应双双利空 9 月外汇储备；
- 二、交易因素对 9 月外汇储备的影响基本稳定；
- 三、4 季度外汇储备破“3”概率较低；
- 四、黄金价格“利多”多于“利空”。

## 目录

一、估值与汇兑效应双双利空 9 月外汇储备.....	4
二、交易因素对 9 月外汇储备的影响基本稳定.....	5
三、4 季度外汇储备破“3” 概率较低.....	6
四、黄金价格“利多”多于“利空” .....	8

## 图表目录

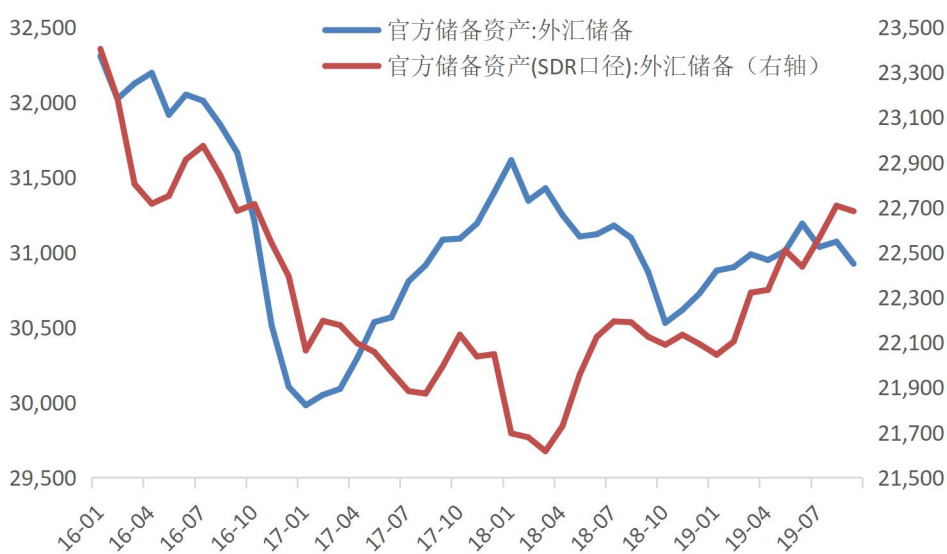
图 1：9 月外汇储备为近 7 个月新低（亿美元；亿 SDR） .....	4
图 2：9 月主要发达经济体 10 年期国债收益率出现一定幅度反弹（%） .....	5
图 3：美国 ISM 制造业 PMI 在未来大概率继续下行（%） .....	6
图 4：美元指数大幅上行概率较低，人民币汇率大幅贬值可能性不大 .....	7
图 5：央行连续 10 个月累计增持黄金（万盎司） .....	8

**事件：**9月外汇储备30,924.31亿美元，预期31,056亿美元，前值31,071.76亿美元。

**点评：**

9月外汇储备30,924.31亿美元，低于市场预期131.69亿美元，较前值下行147.45亿美元，为近7个月新低。9月SDR口径外汇储备为22683.32亿SDR，较前值下行24.32亿SDR，为2016年11月以来次低，依旧处于较高水平。对于9月外汇储备数据，我们点评如下：

图 1：9月外汇储备为近 7 个月新低（亿美元；亿 SDR）



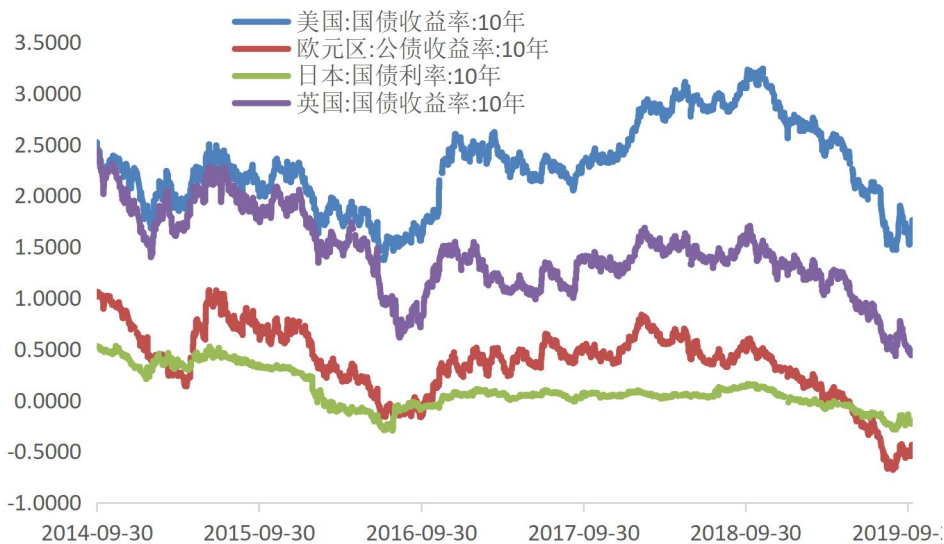
资料来源：wind，首创证券研发部

## 一、估值与汇兑效应双双利空 9 月外汇储备

从估值角度看，9月主要发达经济体10年期国债收益率出现一定幅度反弹，对资产价格形成较大压力。具体看，10年期美债收益率开于1.4700%，收于1.6800%，上行0.2100个百分点；10年期欧元区公债收益率开于-0.6459%，收于-0.5210%，上行0.1249个百分点；10年期日债收益率开于-0.266%，收于-0.206%，上行0.0600个百分点；10年期英债收益率开于0.4630%，收于0.5092%，上行0.0462个百分点。

从汇兑角度看，9月美元指数开于98.807，收于99.395，上涨0.569，涨幅为0.58%，压低非美资产的美元价格，利空外汇储备。具体看，美元兑欧元开于0.9094，收于0.9173，涨幅为0.86%；美元兑日元开于106.153，收于108.065，涨幅为1.72%；美元兑英镑开于0.8216，收于0.8123，跌幅为1.04%；美元兑加元开于1.3313，收于1.3240，跌幅为0.52%。

图2：9月主要发达经济体10年期国债收益率出现一定幅度反弹（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

## 二、交易因素对9月外汇储备的影响基本稳定

从中美10年期国债利差看，9月1日中美利差为160.23个基点，而在9月30日中美利差则为146.11个基点，中美利差出现小幅收窄，但是依旧位于舒适区间上方。从人民币汇率走势看，9月人民币汇率开于7.1542，收于7.1428，涨幅0.16%。从人民币结售汇情况看，8月银行代客结售汇顺差为-32.76亿美元，较前值上行8.37亿美元。银行代客结售汇虽然维持逆差状态，但是较6月的-190.97亿美元有较大程度好转，较7月的-41.12亿美元有小幅好转。8月当月银行代客远期净结汇为110.74亿美元，虽然较前值下行2.19亿美元，但依旧处于较高位置，人民币汇率贬值压力可控。

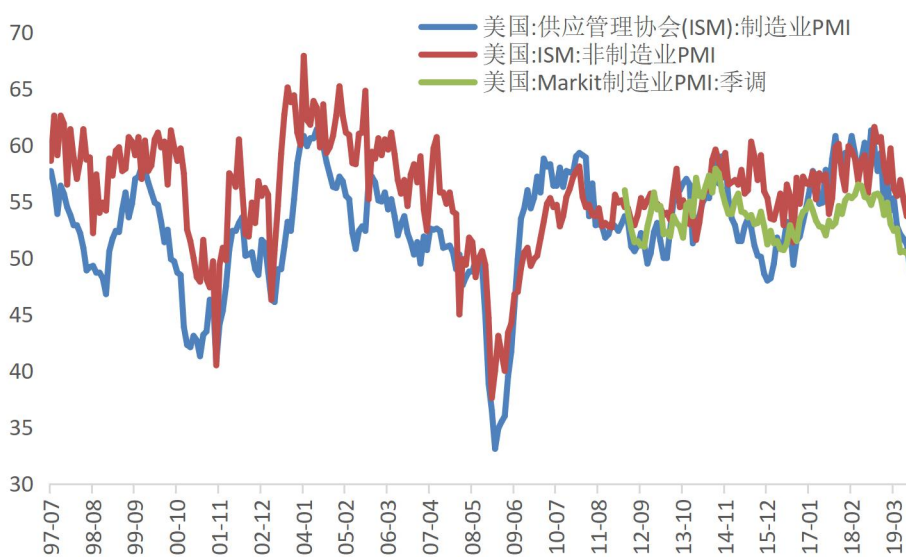
### 三、4 季度外汇储备破 “3” 概率较低

4月我国外汇储备录得30949.53亿美元，环比下行38.08亿美元，止步五连升。彼时我们认为“2019年我国外汇储备有‘底’，破‘3’概率较低”。5-8月外汇储备连续4个月位于3.1万亿美元之上。9月外汇储备录得30,924.31亿美元，距离3万亿尚有924.31亿美元的下降空间。目前的问题是，2019年四季度外汇储备有无破“3”的可能？换句话说，3个月之内我国外汇储备会不会减少924.31亿美元？从历史经验上看，外汇储备在3个月内累计减少超过1000亿美元的情况确实存在，如2012年3-5月、2014年7-10月、2015年1-3月、2015年5-2016年2月、2016年9-2017年1月。

在以上时间段中，全球宏观面的基本特征是：美债收益率上升压低资产价格，美元指数上升压低非美资产的美元价格，以及人民币汇率贬值预期上升导致企业结汇意愿下降，居民购汇意愿增强。我们认为，4季度以上情况发生概率不大，坚持2019年我国外汇储备有“底”，破“3”概率较低判断。

1、美债收益率大幅上行空间不大。虽然中美贸易摩擦暂时缓和，市场风险偏好上升，带动美债收益率上行，但是美国ISM制造业PMI在未来大概率继续下行，根据历史经验，这将带动美债收益率下行。此外，全球风险因素也在不断蔓延，中美贸易摩擦只是暂时缓和，而美欧贸易争端持续进行，英国脱欧面临不确定性，中东伊朗沙特争端再起等。在风险因素尚未缓和的情况下，美债收益率大幅上行空间不大。

图 3：美国 ISM 制造业 PMI 在未来大概率继续下行（%）

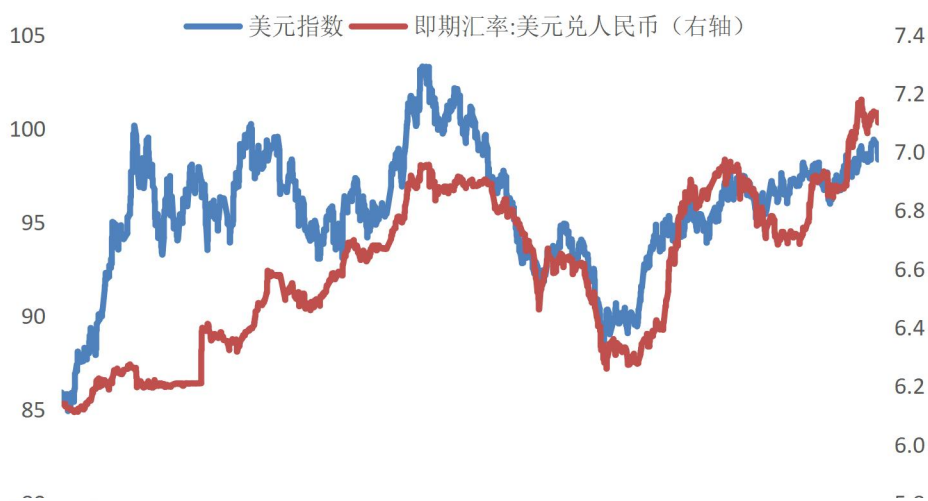


资料来源：wind，首创证券研发部

**2、美元指数大幅上行概率较低。**从长周期看，自从布雷顿森林体系解体之后，美元指数出现了三轮平均时长为17年的周期轮回，目前正处于第三轮周期的尾部下行期。从基本面看，虽然欧元区经济低迷，但是美国制造业步入去库存阶段，经济也面临较大压力。从货币政策方面看，9月欧央行推出“降息+QE”，但是美联储也再度降息，且大概率进入降息通道。可见不论是在经济基本面还是在利率政策方面，美元指数均面临下行压力，至少说大幅上行的概率较低，上行空间较小。

**3、人民币汇率大幅贬值可能性不大，总体上双向波动。**8月6日，在美元指数阶段性走强，特朗普贸易升级言论以及香港特区事件，接连三日对人民币汇率形成冲击。在此背景下，央行放弃此前对“7”这个关键心理点位的坚守，人民币汇率顺势破“7”。如前所述，美元指数大幅上行概率较低，中美贸易摩擦取得了阶段性缓和，在此背景下，香港特区事件大概率将降温，对离岸人民币汇率的冲击下降。也就是说，前期导致人民币汇率破“7”的因素均得到弱化，人民币汇率贬值压力得到一定程度缓解。

图 4：美元指数大幅上行概率较低，人民币汇率大幅贬值可能性不大



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\\_9700](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9700)

