

# 避免对近期外汇储备余额变化的三个误读

近期，我国外汇储备余额下降主要受估值因素影响，要避免将外汇储备下降等同于央行外汇干预、资本外流或是外汇储备经营损失。

- 2022年以来，我国外汇储备规模接连下降，前4个月累计减少1305亿美元。这主要是由于非美元货币走弱和全球资产价格下跌带来的负估值效应。受此影响，同期许多国家外汇储备也出现下降。
- 外汇储备余额阶段性下降的影响有限，要避免对外储变化的三个误读。第一，要避免将外汇储备余额下降等同于央行外汇干预。一季度银行结售汇和外汇占款数据表明，外汇市场仍是供大于求，并且央行外汇占款继续增加。
- 第二，要避免将外汇储备余额下降等同于资本外流。尽管一季度受到地缘政治风险外溢、美联储紧缩和国内疫情反弹的影响，外资减持人民币资产，但国际收支初步数据显示，我国短期资本净流出与基础国际收支顺差之比同比下降，短期资本外流被完美地对冲。
- 第三，要避免将外汇储备余额下降等同于外汇储备经营损失。一季度，我国交易引起的外汇储备资产增加较多，远大于同期央行外汇占款增幅，主要反映了外汇储备经营收益的计提。
- 预计未来外汇储备规模仍将呈现有涨有跌的正常波动。随着人民币汇率弹性增加，能更好地成为吸收内外部冲击的减震器，市场主体也对汇率波动的适应性和承受力明显增强，未来对外汇储备的依赖程度应有所降低。而且，从相对规模和充足性指标来看，我国外汇储备都仍然充裕，无需过多关注外汇储备一时的涨跌。
- **风险提示：**海外主要央行货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。

## 相关研究报告

《一季度国际收支分析报告：外资减持不改中国国际收支平衡基本格局》20220430

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

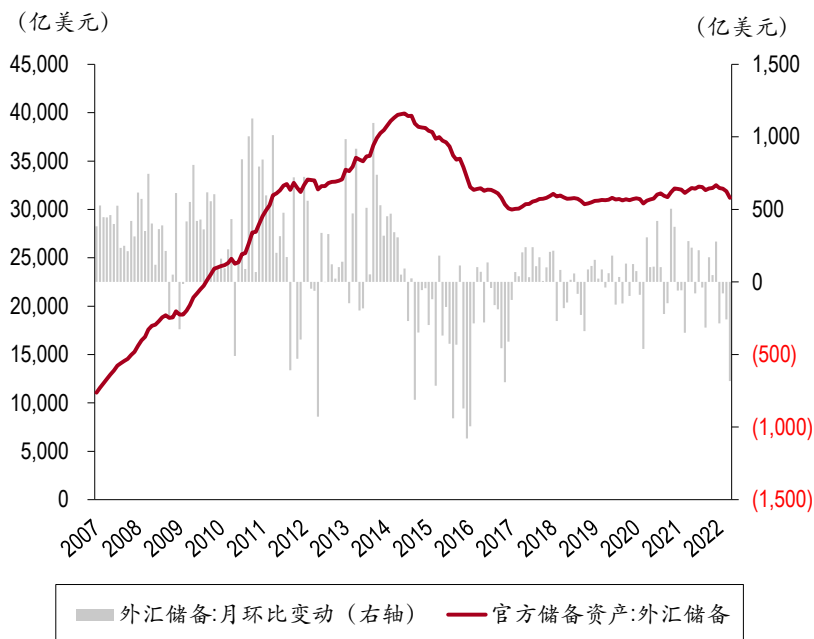
tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

近期我国外汇储备余额下降主要是由于汇率和资产价格变化带来的估值影响

2022年以来，我国外汇储备规模连续4个月下降。到4月末，央行公布的外汇储备余额为31197亿美元，较2021年底累计减少1305亿美元，降幅为4%。其中，一季度减少622亿美元，4月份减少683亿美元（见图表1）。

图表1. 官方外汇储备资产及月环比变动



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

汇率折算和资产价格变化均带来负向估值效应。由于美联储紧缩预期持续升温、俄乌紧张局势激发避险情绪，国际金融市场波动较大，美元指数大幅上涨，主要国家金融资产价格显著下跌。截至4月末，货币方面，美元指数（DXY）自年初以来累计上涨7.6%至103.2，创下2002年12月以来新高；非美元货币兑美元普遍贬值，其中欧元下跌7.3%，英镑下跌7.1%，日元下跌12.8%。外汇储备是以美元计价，这导致非美元货币折算成美元后金额减少。股票市场方面，自年初至4月末，标普500股票指数下跌13.3%，欧元区斯托克50指数下跌11.5%，日经225指数下跌6.8%。债券市场方面，以美元标价的已对冲全球债券指数（Barclays Global Aggregate Total Return Index USD Hedged）下跌7.5%，10年期美债收益率累计上行137个基点（见图表2），美债价格下跌。

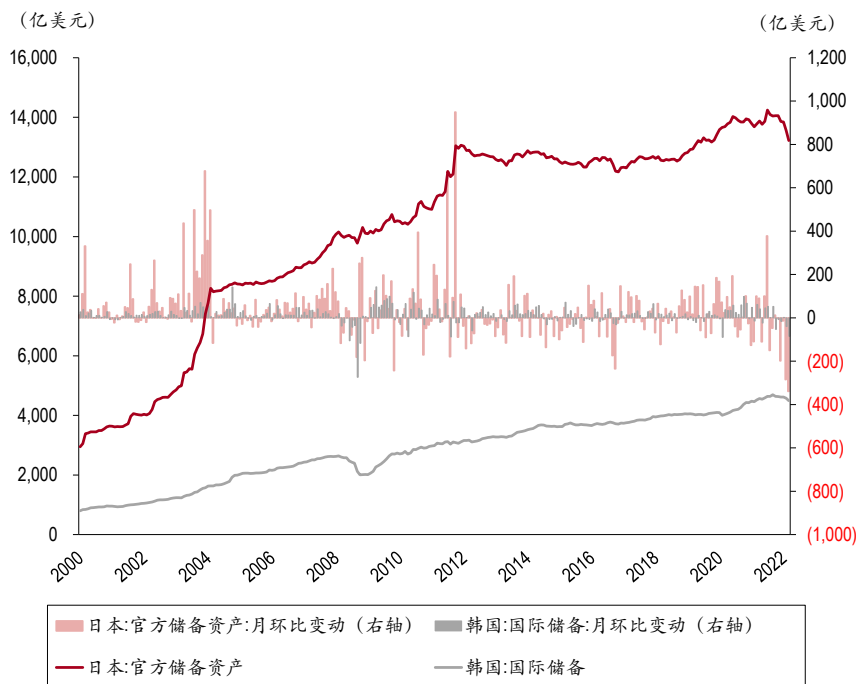
图表2. 截至2022年4月末主要货币和全球资产价格表现

		2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2021.12-2022.04
货币	美元指数	0.7	0.1	1.7	4.9	7.6
	欧元兑美元	(1.2)	(0.1)	(1.4)	(4.7)	(7.3)
	英镑兑美元	(0.6)	(0.2)	(2.1)	(4.3)	(7.1)
	美元兑日元	0.0	(0.1)	5.8	6.7	12.8
股市	标普500指数	(5.3)	(3.1)	3.6	(8.8)	(13.3)
	欧元区斯托克50指数	(2.9)	(6.0)	(0.6)	(2.6)	(11.5)
	日经225指数	(6.2)	(1.8)	4.9	(3.5)	(6.8)
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	(1.6)	(1.3)	(2.2)	(2.7)	(7.5)
	10年期美债(bp)	27.0	4.0	49.0	57.0	137.0

资料来源：万得，彭博，中银证券

由于非美元货币走弱和全球资产价格普遍回落，许多国家外汇储备也出现下降。以日本和韩国为例，截至4月底，两国的外储规模分别为13222亿和4493亿美元，较去年底累计减少了836亿和138亿美元，降幅为5.9%和3.0%。其中，日本外汇储备规模自年初连续4个月下降，4月份环比降幅达到339亿美元，创下22年来的最高水平（见图表3）。

图表3. 日本和韩国外汇储备资产及月环比变动



资料来源：万得，中银证券

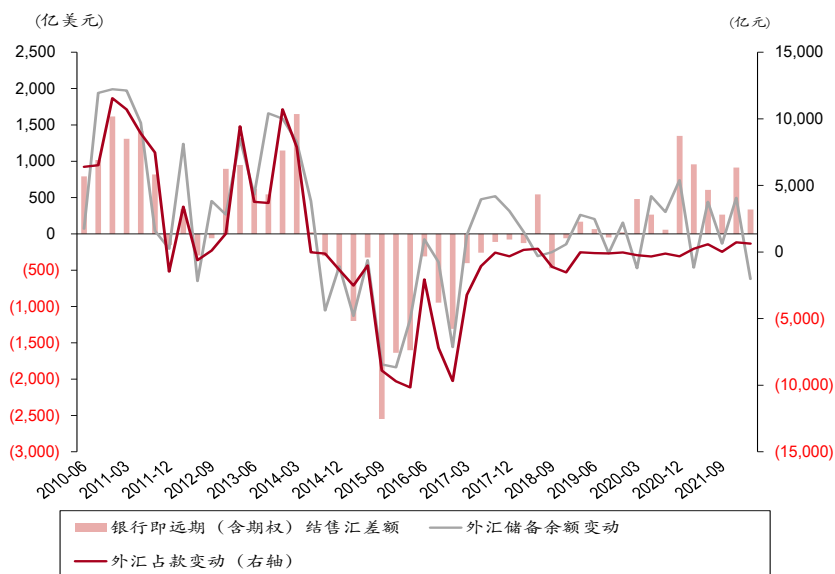
## 外汇储备余额阶段性下降对我国的影响有限，要避免对外储变化的三个误读

3月以来外汇储备规模降至3.2万亿美元以下，叠加近期人民币汇率快速回调，引起了市场对外储规模的关注。其实，自2017年以来，我国外汇储备的绝对规模基本保持稳定，大致在3万亿~3.2万亿美元区间浮动。在2015年“8.11”汇改至2016年间，我国出现阶段性的资本外流、汇率贬值的压力，外储规模一度在2017年1月跌破3万亿美元的关口，但此后的12个月又恢复了持续上升趋势。当时，外汇局在2017年2月做出回应表示，央行向市场提供外汇资金以调节外汇供需平衡，是造成外汇储备规模下降的主要原因，并解释外汇储备是一个连续变量，在复杂多变的内外部经济金融环境下，储备规模上下波动是正常的，无须特别看重所谓的“整数关口”。无论从绝对规模看还是用其他充足性指标进行衡量，我国外汇储备规模都是充裕的。

当前，尤其要避免对外汇储备余额减少的三种误解。

**第一，要避免将外汇储备余额下降等同于央行外汇干预。**虽然自3月中旬以来，人民币汇率快速调整，抹去了年内所有涨幅，但结合银行结售汇和外汇占款数据看，这尚不至于引起央行用外汇储备进行外汇市场干预。一季度，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计337亿美元，境内外汇市场仍是供大于求。同期，央行外汇占款连续三个月环比增加，累计增加了628亿元人民币（折合99亿美元，见图表4）。央行3月初宣布向财政上缴结存利润，4月份以来累计上缴了8000亿元人民币，结存利润主要来自外汇储备经营收益。因此，一季度央行外汇占款增加应该与外汇储备经营收益上缴无关。

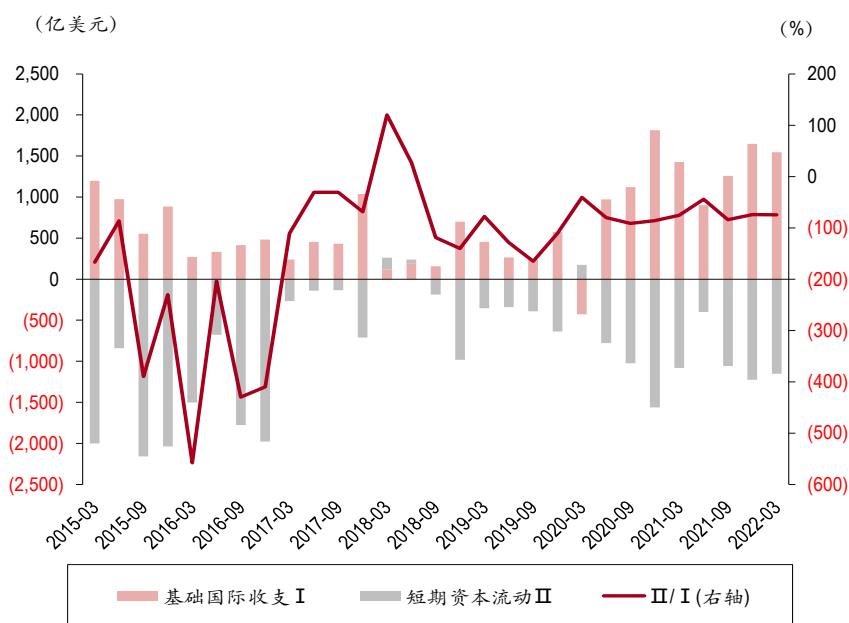
图表 4. 银行结售汇及外汇储备余额和外汇占款变动



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，万得，中银证券

第二，要避免将外汇储备余额下降等同于资本外流。受到地缘政治风险外溢、美联储紧缩及国内疫情反弹的影响，2、3月份外资较多减持人民币债券和股票资产。但是，外汇局公布的一季度国际收支初步数据显示，我国经常项目与直接投资合计的基础国际收支顺差仍达到 1545 亿美元，同比增加 118 亿美元；短期资本（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差为 1152 亿美元，同比增加了 72 亿美元；短期资本净流出与基础国际收支顺差之比为 -74.6%，负值同比回落了 1.1 个百分点（见图 5）。这反映，当期外资流出有可能被其他渠道的资本流动（比如内资外流减少甚至转为内流）和基础国际收支顺差所对冲（详见 4 月 30 日研报《一季度国际收支分析报告：外资减持不改中国国际收支平衡基本格局》）。

图表 5. 基础国际收支及短期资本流动差额

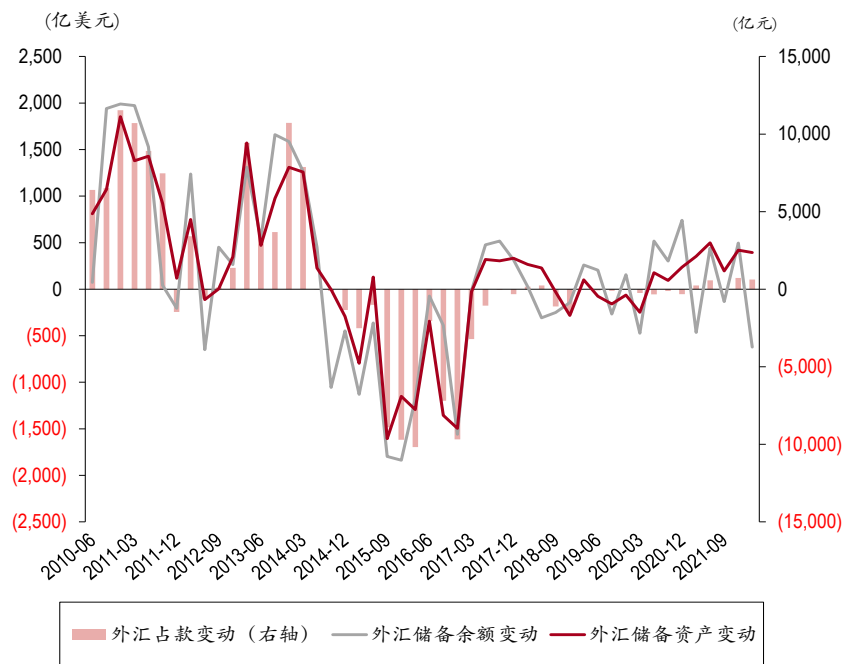


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 基础国际收支差额=经常项目差额+直接投资差额；(2) 短期资本流动差额=-(基础国际收支差额+储备资产变动额)。

第三，要避免将外汇储备余额下降等同于外汇储备经营损失。实际上，2022 年一季度，交易因素引起的外汇储备资产增加 393 亿美元，同比增长 11.3%，而同期央行外汇占款仅增加 628 亿元人民币（见图表 4）。这表明，当期外汇储备资产变动主要反映了外汇储备经营收益的计提（在国际收支平衡表中贷记经常项目项下的投资收益流入，借记储备资产变动的负值）。在国际金融市场动荡的背景下，各类金融资产均出现不同程度的下跌，我国外汇储备投资依然能取得正向收益，说明了我国储备经营整体稳健。此外，一季度外汇储备资产与外汇储备余额变动的差额为-1015 亿美元，主要反映了前述汇率和资产价格等非交易因素的负估值效应（见图表 6）。

图表 6. 外汇储备余额、外汇储备资产和外汇占款变动



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，万得，中银证券

### 未来外汇储备规模仍将呈现有涨有跌的正常波动

近年来，我国外汇储备经营越来越注重币种和资产的分散化和多元化，更易受到汇率和国际资产价格变动的影响。根据外汇局年报披露的信息，到 2016 年底，我国外汇储备中，美元资产占比 59%，

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\\_41975](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41975)

