

市场“迷雾”透析系列之二

宏观专题研究报告

外储的“消失”，汇率的“锅”？

年初以来，我国贸易持续顺差，但外汇储备大幅减少，这一分化引发市场热烈讨论。外汇储备缘何减少、对人民币汇率影响如何？本文分析，供参考。

➤ 一问：外汇市场的“反常”？贸易持续顺差，但外汇储备大幅减少

年初以来，两组与进出口贸易相关数据的分化引起了市场的关注。1) 年初以来，贸易顺差快速走阔的同时，我国外汇储备却出现了大幅的减少。今年前8月，我国贸易顺差累计达5617亿美元，而外汇储备则大幅减少1953亿美元；2) 2020年9月以来，中国对美出口规模，持续超过相应时段美国对华进口规模，而历史规律与之相反；当下两者差异已走阔至672亿美元。

部分观点认为，这说明我国进出口贸易数据有“水分”；也有部分观点认为，中美利差持续倒挂下，可能出现了大规模的资本外流。前者认为，今年全球经济面临较大下行压力，与中国出口结构相对接近的日本、韩国、越南等出口均出现了一定回落；近期我国出口高速增长，或存在数据真实性问题。后者则认为，资本大幅外流，或是本轮外汇储备大幅减少的主要原因。

➤ 二问：“消失”的外汇去哪里了？估值减少、贸易商资产结构调整影响大

从代表性经济体进口与我国出口的交叉验证来看，我国出口并未“虚高”；能源价差的拉大使得中国出口商品保持高竞争优势，是出口高增的主因。当下，我国出口数据与代表性经济体进口数据基本吻合；与美国的差异，或源于2018年关税加征下美国进口商“低报”。能源成本优势的维持，弱化生产型经济体疫情缓和后、对我国出口的替代效应，支撑我国出口高增。

估值变动、贸易商资产结构调整是我国外汇储备减少的主因，金融项下资金外流规模相对有限。当下我国外储约59%为美元资产，以证券形式持有为主。美债收益率上行会带来美元资产部分的减值，美元升值也会带来其他外币资产减值。年初以来，估值带来外储缩水3832亿美元左右，贸易环节漏出、留存在贸易商资产端的外汇约3285亿美元，资金外流规模相对有限。

➤ 三问：人民币汇率何去何从？短期仍有贬值压力，市场冲击或有限

短期来看，强美元压制下，人民币或仍有一定贬值压力；但外汇市场上企业结售汇、银行结汇意愿等变化，或将缓和人民币贬值速度。能源价格高企下，欧、日相较美国衰退程度或将更深，这将支撑美元维持强势。本轮贬值的主因是美元压制，美元筑顶前，人民币仍有贬值压力。而企业、银行结汇意愿的变化，或有助于减少贸易环节漏出，增加美元供给、放缓贬值速度。

资金外流压力已经减弱，造成的市场冲击或相对有限。一方面，前期贸易顺差下，大量美元资金在企业、居民部门积累，形成“二级储备”，成为人民币贬值的“缓冲垫”；2020年7月至今，我国非金融企业存款大幅增加1724亿美元。另一方面，今年2至6月间，股市、债市外资累计外流579亿美元，投机型资金已出现过集中流出；7月以来，资金外流已边际放缓。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、国内经济复苏不及预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、周度专题：外储的“消失”，汇率的“锅”？	4
1.1、外汇市场的“反常”？贸易持续顺差，但外汇储备大幅减少	4
1.2、“消失”的外汇去哪里了？估值减少，与贸易商资产结构调整影响大	6
1.3、人民币汇率何去何从？短期仍有贬值压力，市场冲击或有限	9
二、数据跟踪：发达国家股市普遍下跌，人民币汇率破“7”	12
2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	12
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	13
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元汇率破“7”	14
2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格涨跌互现	15

图表目录

图表 1：年初以来，贸易顺差走阔，外汇储备减少	4
图表 2：美国对华进口与中国对美出口	4
图表 3：全球经济面临较大的下行压力	4
图表 4：韩国、日本、越南的出口增速均现一定下滑	4
图表 5：美国 PMI 回落，但我国对美出口仍显韧性	5
图表 6：欧元区 PMI 回落，但我国对欧出口增速	5
图表 7：中美短端政策利率自 2008 年以来首度倒挂	5
图表 8：近期，中美利差的倒挂快速加深	5
图表 9：非储备性质的金融账户再度逆差	5
图表 10：中美利差倒挂下，股债两市外资产出	5
图表 11：日本对华进口数据与中国对日出口数据	6
图表 12：欧盟对华进口数据与中国对欧元区出口数据	6
图表 13：2018 年 7 月开始，美国对我国陆续开启 4 轮关税加征	6
图表 14：能源结构不同导致竞争优势分化	7
图表 15：2020 年 4 月以来，油气价格快速飙升	7
图表 16：2022 年以来国内外动力煤价格显著分化	7
图表 17：年初以来，我国出口持续维持较高增速	7
图表 18：SDR 口径的外汇储备并未出现明显减少	7
图表 19：估值变动是我国外储减少的重要原因	7
图表 20：年初以来的资金外流规模相对有限	8
图表 21：股债两市外流与涉外收付款逆差基本吻合	8
图表 22：贸易顺差与贸易涉外收付款顺差的差额走阔	8
图表 23：年初以来，我国进口多付汇明显增加	8
图表 24：今年以来，企业货物售汇率长期高于结汇率	9
图表 25：贸易环节的漏出多数可能留在企业资产端	9
图表 26：历史上，央行的调控与人民币汇率走势	9
图表 27：当下人民币离岸价高于在岸价	10
图表 28：风险逆转因子仍处在较高位置	10
图表 29：人民币在岸市场交易量自 4 月以来回升	10
图表 30：人民币不含远期的结售汇率变化	10
图表 31：7 月，其他存款性公司国外资产减少	10

图表 32: 外汇占款减少的幅度明显下降	10
图表 33: 企业、居民的二级储备有望形成支撑	11
图表 34: 近期, 股债两市的外资流出已经边际放缓	11
图表 35: 本周, 发达国家股指普遍下跌	12
图表 36: 本周, 新兴市场股指多数下跌	12
图表 37: 本周, 美股行业普遍下跌	12
图表 38: 本周, 欧元区行业普遍下跌	12
图表 39: 本周, 香港市场普遍下跌	13
图表 40: 本周, 恒生行业多数下跌	13
图表 41: 主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	13
图表 42: 本周, 英美德 10 年期利率上行	13
图表 43: 新兴市场国家 10 年期国债收益率普遍下行	14
图表 44: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率下行	14
图表 45: 本周, 美元指数走强	14
图表 46: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值	14
图表 47: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍贬值	14
图表 48: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值	14
图表 49: 本周, 人民币兑欧元、美元贬值	15
图表 50: 本周, 美元兑人民币升值	15
图表 51: 本周, 大宗商品价格涨跌互现	15
图表 52: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格下跌	16
图表 53: 本周, 焦煤、动力煤价格涨跌互现	16
图表 54: 本周, 铜铝价格共振下跌	16
图表 55: 本周, 铜价下跌, 通胀预期下行	16
图表 56: 本周, 黄金价格下跌, 白银价格上涨	16
图表 57: 本周, 金价下跌, 10Y 美债实际收益率上行	16

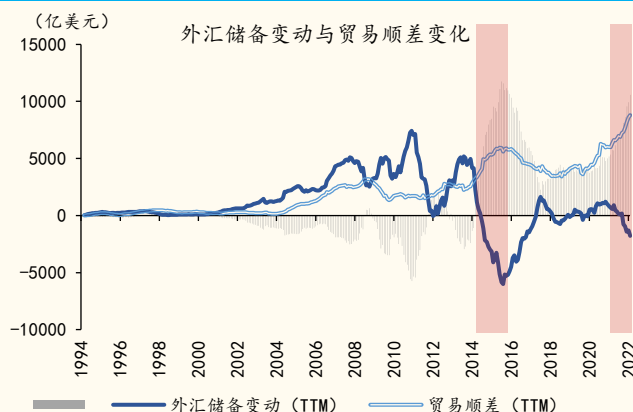
一、周度专题：外储的“消失”，汇率的“锅”？

年初以来，我国贸易持续顺差，但外汇储备大幅减少，这一分化引发市场热烈讨论。外汇储备缘何减少、后续对人民币汇率影响如何？本文分析，供参考。

1.1、外汇市场的“反常”？贸易持续顺差，但外汇储备大幅减少

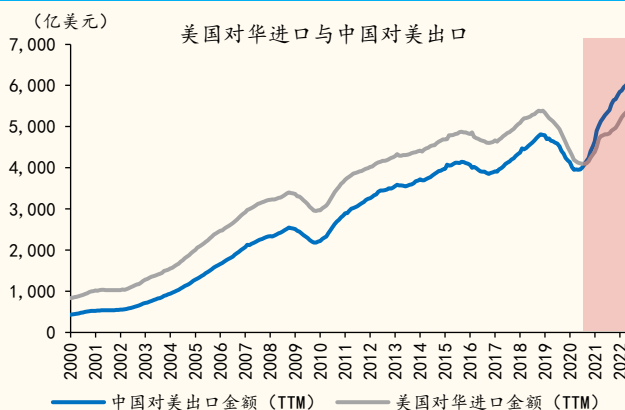
年初以来，两组与进出口贸易相关数据的分化引起了市场的关注。1) 年初以来，贸易顺差快速走阔的同时，我国外汇储备却出现了大幅的减少。今年前 8 月，我国贸易顺差累计高达 5617 亿美元，而外汇储备则大幅减少 1953 亿美元。历史上，贸易顺差与外汇储备变动间差异主要受资本与金融项、遗漏与误差项影响；当两者走势出现快速分化时，往往会伴随着资金大幅的外流。2) 历史上，我国海关总署统计的对美出口，长期低于美国商务部统计的美国对华进口；但该现象在 2020 年 9 月发生逆转，截至今年 7 月，两者差异走阔至 672 亿美元。

图表 1：年初以来，贸易顺差走阔，外汇储备减少



来源：Wind，国金证券研究所

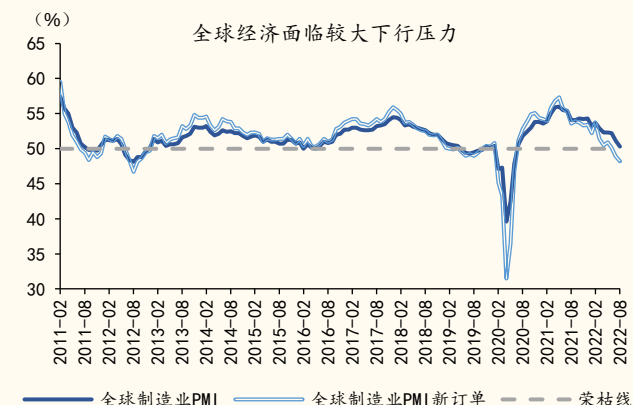
图表 2：美国对华进口与中国对美出口



来源：Wind，国金证券研究所

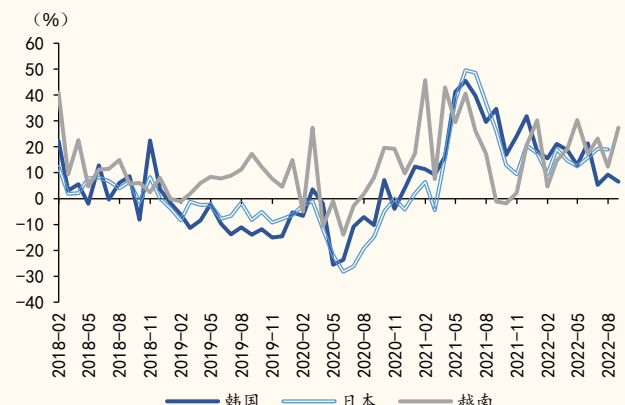
这两大分化，引发了市场上部分投资者的猜测：我国进出口贸易数据有水分吗？2011-2013 年间，曾经出现过部分海外资金为分享中国发展红利，借道香港与部分地区海关间的贸易流入，外管局及时出台措施后挤出了“水分”。今年以来，全球经济面临较大下行压力，与中国出口结构相对接近的日本、韩国、越南等出口均出现了一定回落。而在美欧 PMI 集体下行的背景下，我国对美、欧的出口仍维持了较快的增长速度，引发了部分投资者对贸易数据真实性的质疑。

图表 3：全球经济面临较大的下行压力



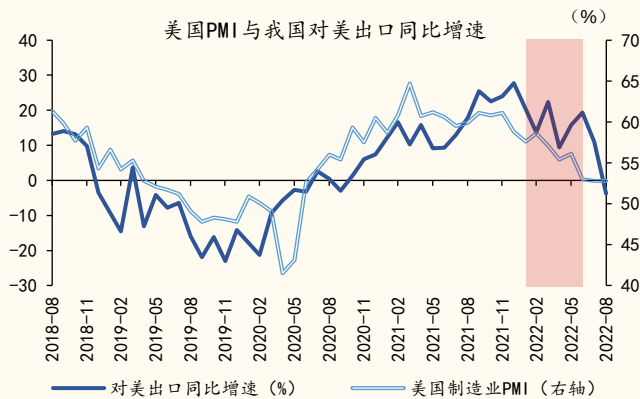
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：韩国、日本、越南的出口增速均现一定下滑



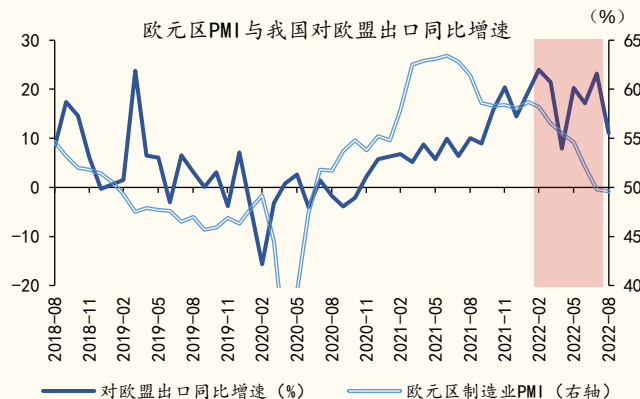
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：美国 PMI 回落，但我国对美出口仍显韧性



来源：Wind，国金证券研究所

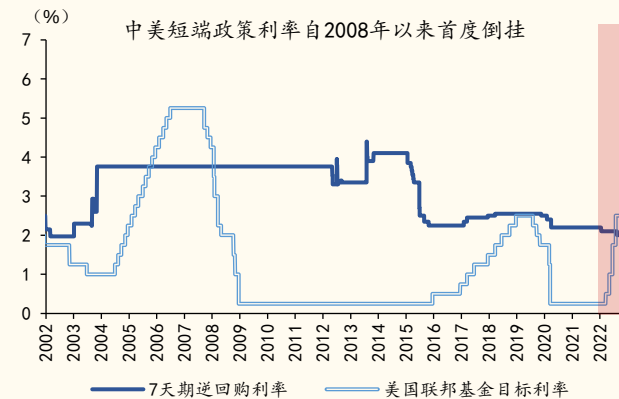
图表 6：欧元区 PMI 回落，但我国对欧出口增速



来源：Wind，国金证券研究所

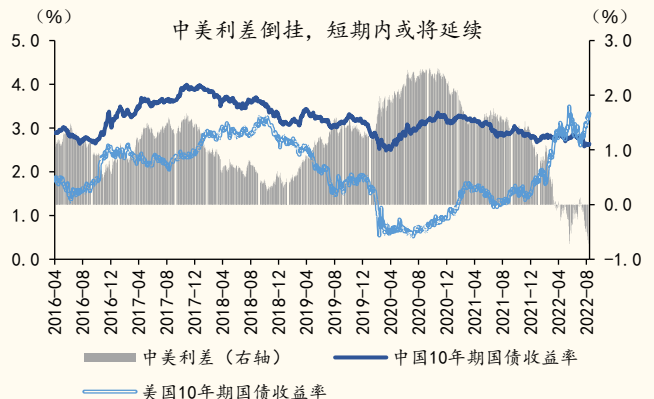
部分观点认为，中美利差持续倒挂下，可能出现了大规模的资本外流。7 月 28 日美联储加息后，中美短端政策利率出现自 08 年以来首度倒挂；而 8 月 15 日央行降息，进一步加深了这一倒挂。分化的政策利率下，中美 10 年期国债利率持续倒挂。在中美利差持续走低、但尚未倒挂的一季度，外管局统计的国际收支平衡表，非储备性质金融账户已流出 497 亿美元，二季度更是流出高达 993 亿美元；此外，市场担忧还有部分资金外流压力反映在“遗漏与误差项”上。

图表 7：中美短端政策利率自 2008 年以来首度倒挂



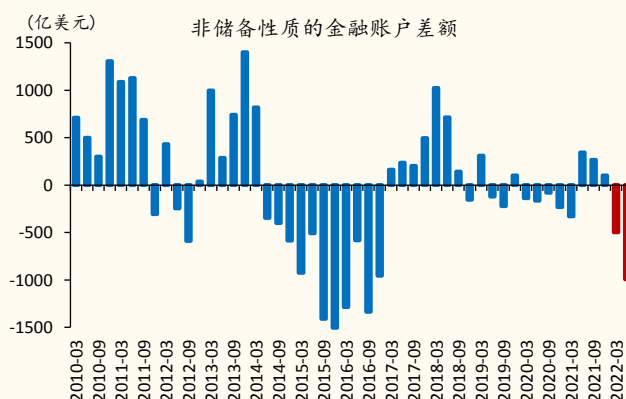
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：近期，中美利差的倒挂快速加深



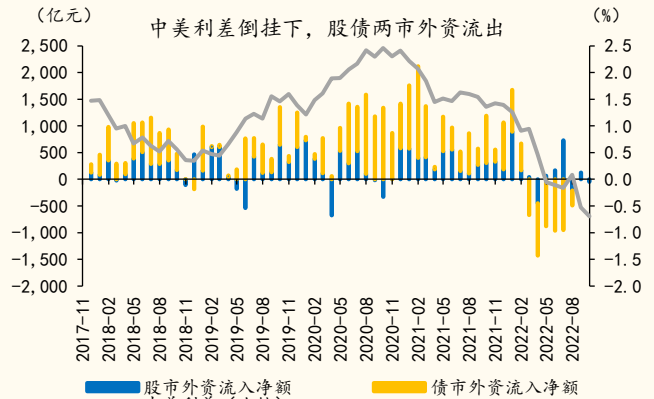
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：非储备性质的金融账户再度逆差



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：中美利差倒挂下，股债两市外资流出

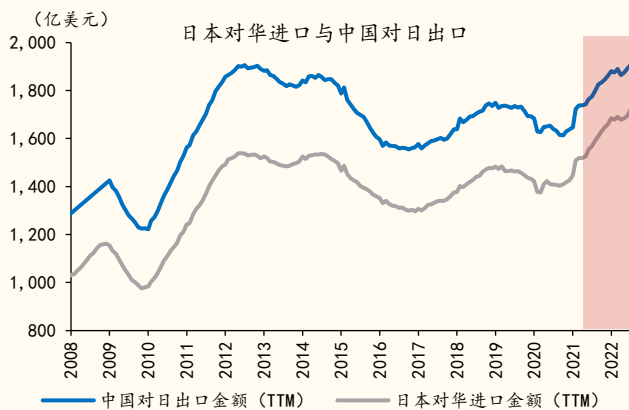


来源：Wind，国金证券研究所

1.2、“消失”的外汇去哪里了？估值减少，与贸易商资产结构调整影响大

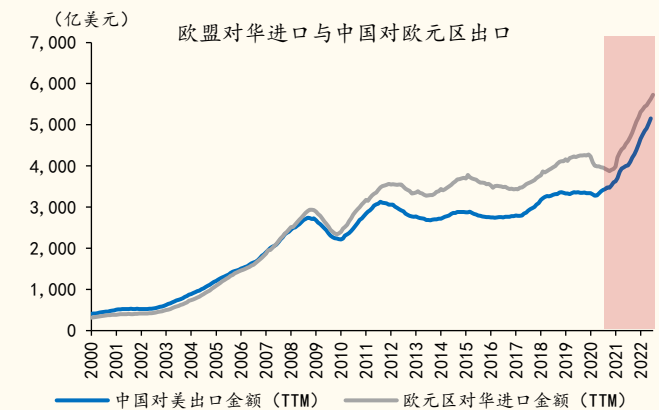
从代表性经济体进口与我国出口数据的交叉验证来看，我国出口并没有“虚高”。2010-2013年间的出口数据或有的“水分”，源自人民币升值预期下的部分资金借“出口”涌入；而当下，人民币贬值预期下，资金外流压力增加，贸易商并没有出口“虚报”的动机。从对欧出口与欧盟对华进口的数据来看，两者间差异较小且相对稳定；对日出口与日本对华进口的差异，也同样如此。站在这一视角来看，我国仅仅对美国出口存在系统性偏差；这一差异或由中美贸易摩擦以来，美国进口商为避免高关税征收，主动“低报”对华进口所致。

图表 11：日本对华进口数据与中国对日出口数据



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：欧盟对华进口数据与中国对欧元区出口数据



来源：Wind，国金证券研究所

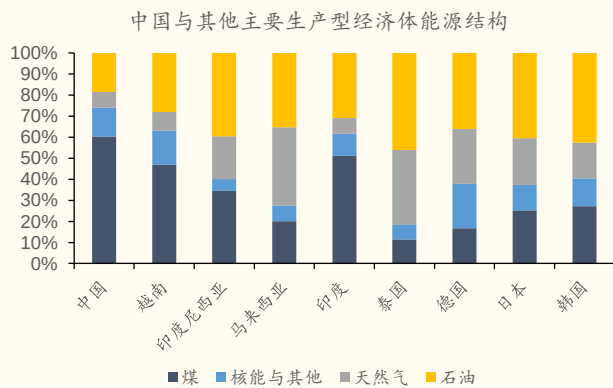
图表 13：2018 年 7 月开始，美国对我国陆续开启 4 轮关税加征

目录	实施日期	加征关税规模	类别数	主要涉及产品类别	加征税率
1	2018/7/6	340亿美元	818	第16类 机电、音像设备及其零件、附件； 第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备； 第18类 光学、医疗等仪器；钟表；乐器。	25%
2	2018/8/23	160亿美元	279	第15类 贱金属及其制品； 第16类 机电、音像设备及其零件、附件； 第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备。	25%
3	2018/9/24	2000亿美元	5734	第4类 食品、饮料、酒及醋；烟草及制品； 第6类 化学工业及其相关工业的产品； 第11类 纺织原料及纺织制品；	10%
3	2019/5/10			第12类 鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品； 第16类 机电、音像设备及其零件、附件； 第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备。	25%
4	2019/9/1	1200亿美元	3229	第6类 化学工业及其相关工业的产品； 第11类 纺织原料及纺织制品；	15%
	2020/2/14			第12类 鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品； 第15类 贱金属及其制品； 第16类 机电、音像设备及其零件、附件。	7.5%

来源：Wind，国金证券研究所

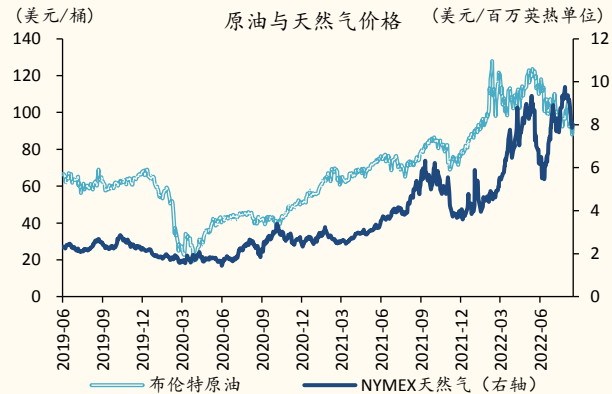
能源价差的快速拉大使得中国出口商品保持了高竞争优势，是我国出口数据长期高增的主要原因。EIA 数据显示，我国能源消费结构以煤炭为主，煤炭占比高达 60%，油气占比仅 25%。而德国、日本、韩国与东南亚主要生产型经济体油气依赖度均超 60%。自 2020 年 4 月以来，油气价格的大幅飙升显著推高海外能源成本；同时，今年 1 月以来国内外动力煤价格的分化也将进一步拉大我国与海外的能源价差。能源成本优势的维持，将弱化部分生产型疫情缓和后对我国出口的替代效应，并支撑了我国出口的持续高增。

图表 14：能源结构不同导致竞争优势分化



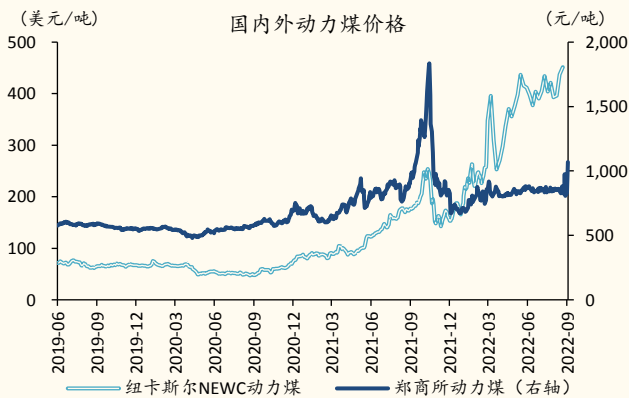
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：2020 年 4 月以来，油气价格快速飙升



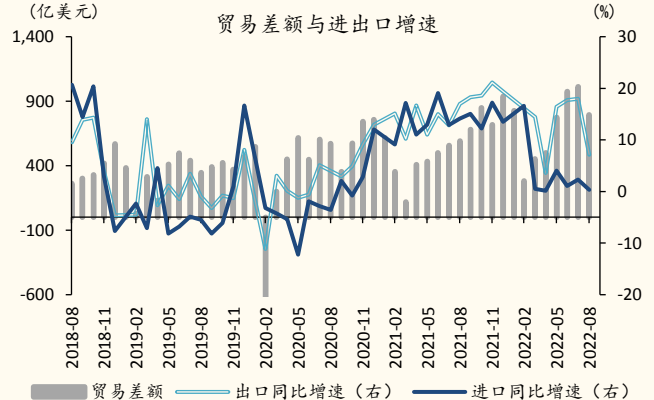
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：2022 年以来国内外动力煤价格显著分化



来源：Wind，国金证券研究所

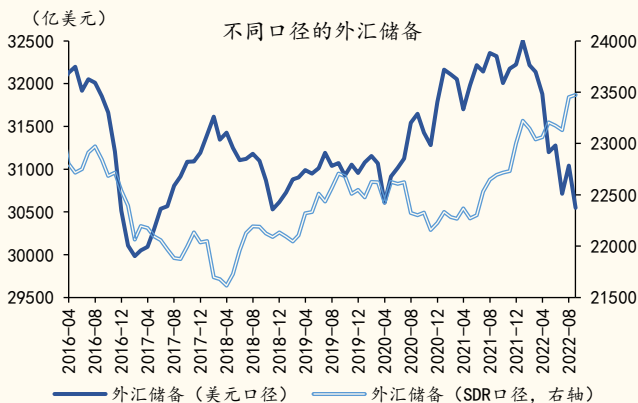
图表 17：年初以来，我国出口持续维持较高增速



来源：Wind，国金证券研究所

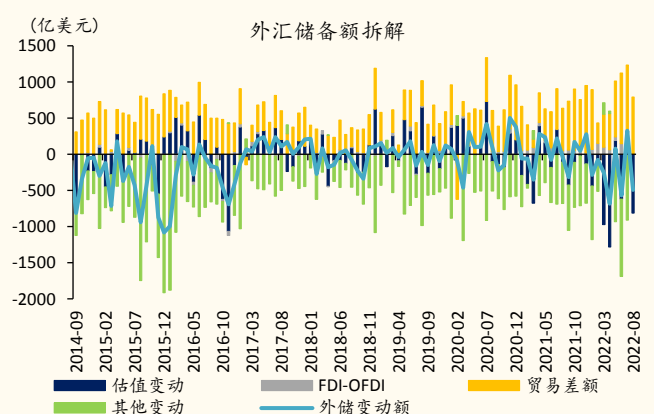
估值变动是我国外汇储备减少的重要原因，年初以来证券市场资金外流的总规模则相对有限。年初以来的外储减少中，估值变动是重要的原因之一。当下我国外储约 59%均为美元资产，以证券形式持有为主。一方面，美债收益率上涨会带来美元资产部分的减值；另一方面，美元升值也会带来其他外币资产的减值。年初以来，估值带来外储缩水 3832 亿美元左右，是外汇储备不增反减的主因。而相较而言，金融项下的资金外流规模则相对有限。今年以来股债两市的资金外流总规模仅 608 亿美元，且近期明显放缓。

图表 18：SDR 口径的外汇储备并未出现明显减少



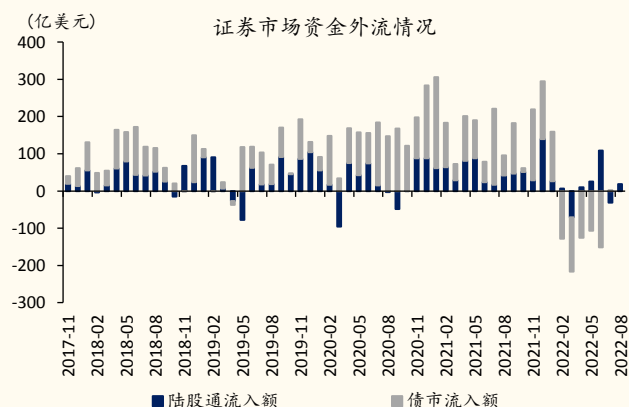
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：估值变动是我国外储减少的重要原因



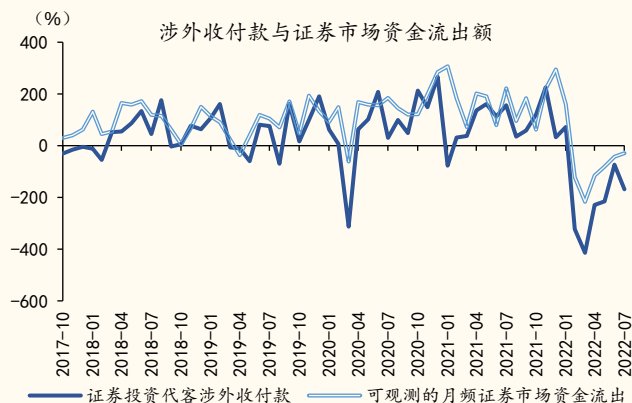
来源：Wind，国金证券研究所

图表 20: 年初以来的资金外流规模相对有限



来源: Wind, 国金证券研究所

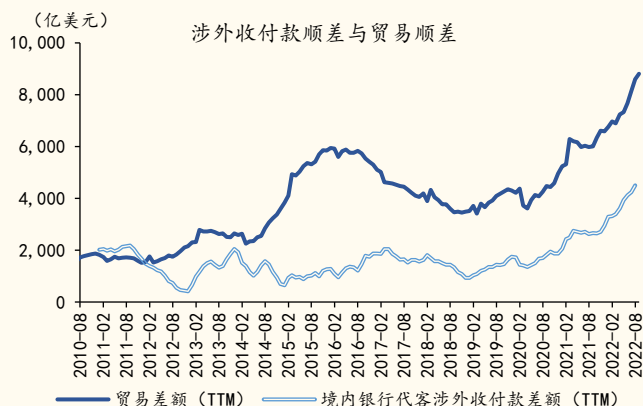
图表 21: 股债两市外流与涉外收付款逆差基本吻合



来源: Wind, 国金证券研究所

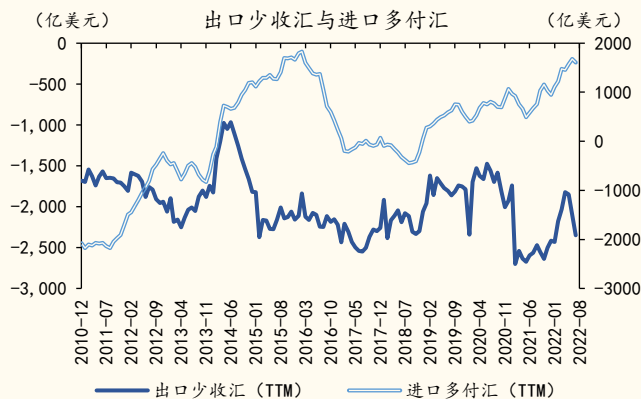
贸易与外储缺口的剩余部分, 多是贸易至结汇路径上的漏出, 主要集中留存在企业部门的资产端。年初以来, 贸易顺差→贸易商经境内银行收付→贸易商与境内银行结售汇→境内银行与央行结售汇→央行外汇储备增减的路径上, 贸易商应收增加/应付减少约 1929 亿美元、贸易商境内存款增加约 1355 亿美元、商业银行未与央行结汇资金 879 亿美元。贸易与外汇储备的缺口, 多体现在贸易商、银行的外币资产上, 带来“二级储备”快速积累。

图表 22: 贸易顺差与贸易涉外收付款顺差的差额走阔



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 年初以来, 我国进口多付汇明显增加



来源: Wind, 国金证券研究所

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_46315

