

估值效应整体为负，外储规模环比转降

——2月外汇储备数据点评

相关研究：

1. 《收入端大幅改善，财政收支压力有所缓和——12月财政数据点评》 2023.02.09
2. 《LPR报价不变符合预期，短期内降息必要性下降——2月LPR报价点评》 2023.02.22
3. 《宽松政策迎来分水岭，YCC策略大概率面临调整——日本央行新行长提名点评》 2023.02.24
4. 《货币政策维持稳健基调，进一步宽松的必要性减弱——2022年四季度货币政策执行报告点评》 2023.03.03
5. 《政策基调偏稳健，在稳增长与防风险中寻平衡——2023年政府工作报告宏观政策解读》 2023.03.10

分析师：仇华

证书编号：S0500519120001

Tel: 021-50295323

Email: qh3062@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

国家外汇管理局3月7日发布数据显示，截至2023年2月末，我国外汇储备规模为31332亿美元，较2023年1月末下降513亿美元，降幅为1.61%。

□ 估值效应整体为负，外储规模环比转降

2月外汇储备规模转降主要受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用产生的负估值效应影响。2月受美国强劲的就业、物价数据影响，市场对美联储加息持续性预期强化，美元指数总体上行，主要非美货币资产估值效应为负，较大程度上利空我国外汇储备。同时2月份公布的经济数据连续超预期，海外紧缩预期持续升温，主要经济体国债收益率均上行，利空我国外汇储备规模。

□ 春节“结汇潮”效应衰减叠加北向资金流入趋缓，外汇储备增量与贸易差额分化

1-2月外汇储备增量和贸易差额走势分化，其主要原因在于一是今年春节为1月下旬，我国居民企业更多倾向于选择在1月份临近春节前夕将持有的外汇予以出售兑换成人民币，这使得企业居民通过经常项目顺差获取的外汇能够较多的转化我国外汇储备。步入2月后随着春节“结汇潮”效应衰减，结汇需求边际回落。二是进入2月后A股市场北向资金快速流入的趋势减弱，短期资本流入趋缓。此外，2月“美联储停止加息，甚至转为降息”的预期被动摇致使中美利差倒挂程度收敛的趋势暂缓，人民币进一步走升的动能趋弱，这使得国内居民企业更倾向于保留外汇，不排除出现短期资本外流的情况。

□ 短期外储规模将继续维持稳定，但仍需密切关注国际收支状况

从估值角度来看，3月份随着硅谷银行危机带来的动荡持续加深，市场对美联储甚至全球央行更激进加息的预期弱化，美元指数以及美债利率均迎来较大程度下降。同时考虑到3月公布的非农数据显示劳动力市场走软、薪酬增速下滑，预计美联储3月FOMC会议上加息25个BP的可能性较大，美元指数以及美债利率单边上行的风险减小，估值效应对外储规模的负面影响较2月份弱化，预计3月外储规模将继续维持稳定。从经济基本面角度来看，2023年外需继续回落的压力较大。同时旅游支出将扩大并推升服务贸易逆差，未来经常账户顺差规模可能会收窄。预计二季度外储规模可能面临一定的波动压力。

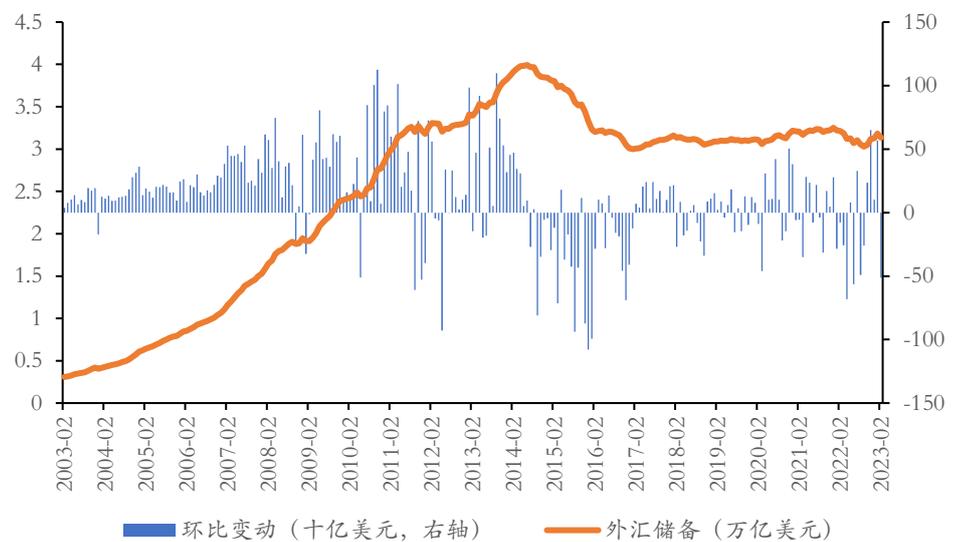
□ 风险提示

疫情蔓延超预期恶化；出口超预期下行；海外货币紧缩超预期。

1 估值效应整体为负，外储规模环比转降

截至 2023 年 2 月末，我国外汇储备规模为 31332 亿美元，较 2023 年 1 月末下降 513 亿美元，降幅为 1.61%。此前一次外汇储备规模环比下降是在 2022 年 9 月，降幅约 259 亿美元。此后连续 4 个月重回上升趋势，直至今年 1 月末的 31845 亿美元。值得关注的是 2 月央行黄金储备升至 6592 万盎司，环比增加 80 万盎司。自去年 11 月以来，央行已连续第 4 个月增持黄金，体现央行从市场化角度优化储备资产结构的配置思路。

图 1 2 月外汇储备规模环比转降（十亿美元，万亿美元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

从估值因素讲，2 月外汇储备规模转降主要受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用产生的负估值效应影响。根据外管局公布的《国家外汇管理局年报（2020）》显示，我国外汇储备主要是美元资产和非美元资产，且 2016 年美元资产占比 59%，非美元资产占比 41%，其中非美元资产中主要包括欧元、日元、英镑等资产。考虑到外汇储备自 2007 年至 2016 年二十年平均收益率为 3.42%，说明这些资产主要是类似于国债这种低风险资产。因此美元指数和美债收益率走势对我国外汇储备规模有较大影响。一般而言，如果美元升值，非美元资产贬值，我国外汇储备规模会减少；如果美债收益率上行，美债价格下跌，我国外汇储备的规模也会随之下降。2 月受美国强劲的就业、物价数据影响，市场对美联储加息持续性预期强化，美元指数总体上行。从日度走势来看，截至 2 月 28 日，美元指数已从月初的 101.15 回升至 104.99 附近。同时 2 月美元指数走高冲击非美元资产的美元价格，非美元货币中，2 月份欧元下跌 3.76%，英镑下跌 2.76%，日元下跌 5.7%。整体来看，2 月受美元

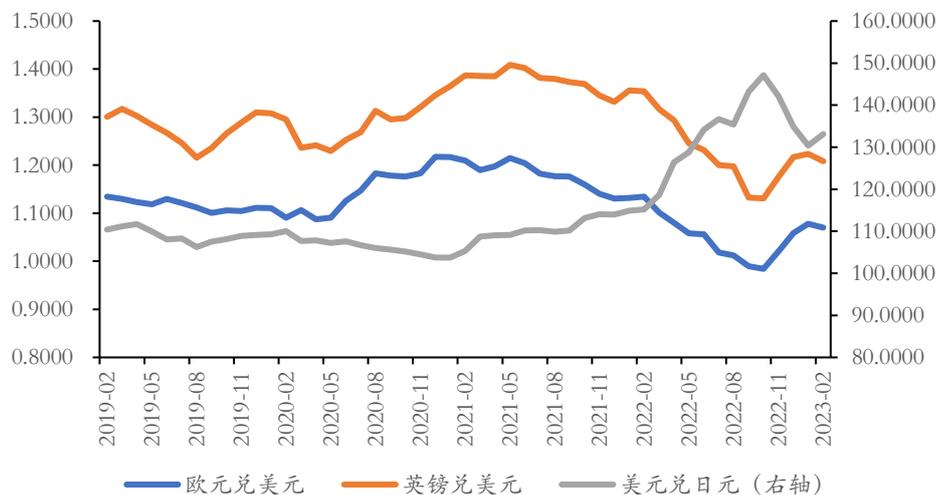
指数回升影响，主要非美货币资产估值效应为负，较大程度上利空我国外汇储备。

图 2 2 月美元指数呈震荡上行态势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2 月欧元、英镑以及日元兑美元汇率均呈下跌态势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

与此同时，2 月份公布的美国 1 月就业、零售、CPI、个人消费数据连续超预期，海外紧缩预期持续升温，2 月主要经济体 10 年国债收益率均上行，其中 10 年期美债收益率较 1 月底上行 53 个 BP，欧元区公债收益率较 1 月底上行 43.88 个 BP，10 年期英国国债收益率较 1 月底上行 42 个 BP，10 年期日本国债利率较 1 月底上行 2.4 个 BP，均利空我国 2 月外汇储备。此外，2 月

主要国家金融资产价格涨跌不一，其中以美元标价的已对冲全球债券指数下跌 1.6%，标普 500 股票指数下跌 3.62%，欧洲 100 指数上涨 1.64%，日经 225 指数上涨 0.36%，各类金融资产在估值方面一定程度上均对我国外汇储备规模产生一定的影响。

图 4 2 月主要经济体 10 年国债收益率整体上行 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

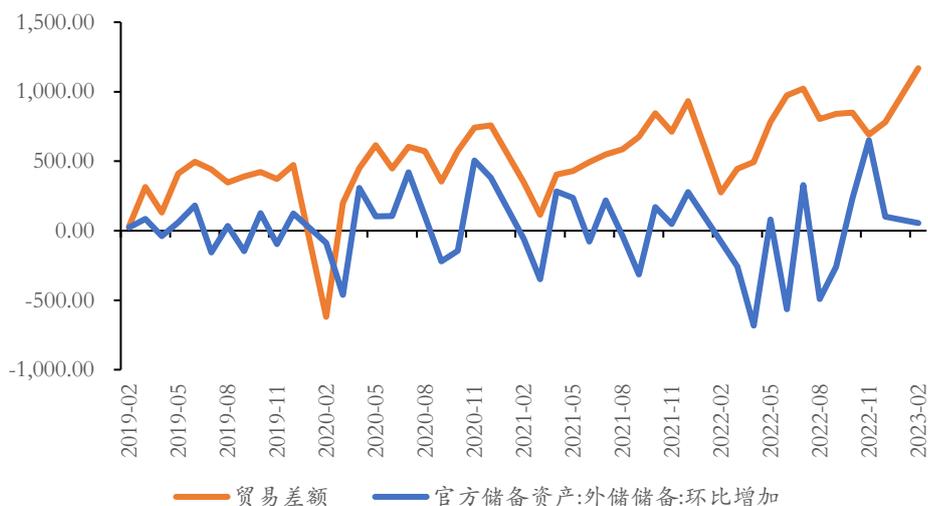
2 春节“结汇潮”效应衰减叠加北向资金流入趋缓， 外汇储备增量与贸易差额分化

从外汇储备流量变动来看，外汇储备是官方储备的主要组成部分，作为国际收支平衡表的调节项，其变动反映了经常项目和非储备金融项目的变动结果。从经常项目下的货物贸易项来看，2 月份外汇储备增量和货物贸易差额呈分化态势。1-2 月我国贸易顺差录得 1168.9 亿美元，较 12 月上行 388.77 亿美元，较 2022 年 1-2 月贸易顺差上行 73.53 亿美元，理论上能够对 2 月外储规模提供有效的支撑。

从趋势上来看，2022 年以来外汇储备增量一度与贸易差额走势相背离，即贸易差额均为顺差，但外汇储备环比增量为负值。分季度来看，根据国家外汇管理局披露的国际收支平衡表，2022 年前三季度在“出口维持一定韧性、进口持续疲弱”导致的高额货物顺差、以及旅行/留学等跨境活动修复缓慢导致的服务逆差低位运行的影响下，经常账户顺差逐季走高。但非储备性质金融账户中的短期资本流出压力使得外汇储备增量一度与贸易差额走势相背离。值得关注的是，2022 年四季度以来两者之间的背离趋势明显缓和。目前

2 月份服务贸易数据和 FDI 数据尚未公布，但从历史数据上看，自 2020 年疫情爆发以来服务贸易逆差整体呈收缩趋势，近两年总体保持 100 亿美元左右的逆差。FDI 当月值也在 150 亿美元上下波动。如果将 FDI 视为长期资本流动，将其余的证券投资、衍生品投资、其他投资等其他项目视为短期资本流动，在剔除居民以及商业银行出于各种原因考虑未将外汇向央行予以出售兑换成人民币这一影响因素以外，一定程度上我们可以将外汇储备增量和货物贸易差额两者之间背离的差额视为短期资本流出。

图 5 2 月外汇储备增量和贸易差额走势分化 (亿美元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 6 历史上服务贸易逆差和 FDI 顺差较为稳定 (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_53347



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>