财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

估值效应和外资流入共致外储规模上升

——2020 年 7 月外汇储备数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **7 月外汇储备较上月增加 421 亿美元至 31544 亿美元。**造成外储增加的原因有四：**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，预计使 7 月外汇储备减少 1050 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，使外汇储备增加约 554 亿美元；**三是**境外机构配置境内人民币金融资产，使外汇储备增加 320 亿美元；**四是** 7 月贸易顺差为 623 亿美元。

- **交易因素：预计耗费外储 1050 亿美元左右。**7 月美元指数较上月末降低 4%，但人民币对美元仅升值 1.34%，变化幅度小于美元指数，表明央行在美元指数走弱时保持了人民币汇率的相对稳定。但在全球经济不确定性较大、中美关系趋于紧张的背景下，我们预计 7 月份银行结售汇差额在-100 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 950 亿美元左右，短期跨境资本流动相对平稳。

- **非交易因素（即估值效应）：预计使外汇储备增加 554 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），7 月美国国债收益率环比降低 0.11%，债券价格上升，预计导致我国外汇储备增加 36 亿美元左右，加上国债应计利息收入约 13 亿美元，外储共增加约 49 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），7 月美元指数环比下降 4%，导致非美元资产兑换为美元时产生汇兑收益，预计使我国外储增加 505 亿美元左右。价值重估和汇兑损益效应共使我国外汇储备增加 554 亿美元。

- **境外机构资产配置效应：约使外储增加 320 亿美元。**2020 年 7 月份北向资金规模环比增加 36 亿美元，境外机构托管债券面额环比增加 285 亿美元。我们预计境外机构配置境内人民币金融资产，将使 7 月当月外储增加约 320 亿美元。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

陈然
宏观经济研究中心 研究员
电话：18811464006
邮箱：chenran@hnjrkg.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、交易因素：预计耗费外储 1050 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 100 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 950 亿美元..... 3

二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数下行，两者共计使我国外汇储备增加 554 亿美元左右 4

（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 36 亿美元左右，加上应计利息收入 13 亿美元，共导致外储增加约 49 亿美元 4

（二）汇兑损益：美元指数下行导致我国外汇储备增加约 505 亿美元.....5

三、境外机构资产配置效应：约使外储增加 320 亿美元 6

正文：

事件：2020 年 7 月末，中国外汇储备 31544 亿美元，较 6 月末增加 421 亿美元，较去年同期增加 507 亿美元（见图 1）。以 SDR 计，7 月末我国外汇储备为 22323 亿 SDR，较上月减少 301 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。

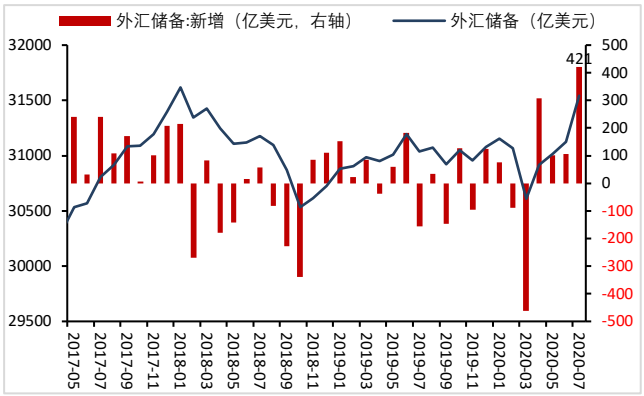
除了上述两方面的因素外，随着我国金融市场开放程度的加大，境外机构持有越来越多的人民币金融资产，如 2020 年 6 月末股票、债券、贷款和存款余额，分别达到 3473、3636、1374 和 1671 亿美元，较去年同期增加 1074、704、160 和 54 亿美元。境外机构人民币资产配置的变动，也将影响国内外汇储备的波动，我们将这种影响称之为**境外机构资产配置效应**，作为第三大影响外汇储备变动的因素。

一、交易因素：预计耗费外储 1050 亿美元左右，其中银行结售汇逆差约 100 亿美元，央行为满足用汇需求和其他干预导致外储损耗约 950 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，发现美元兑人民币汇率越高，银行结售汇逆差越大。

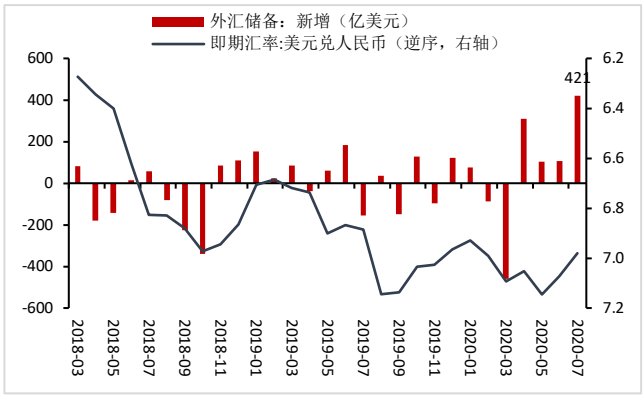
7 月美元指数大幅下行，较上月末降低 4%。受其影响，美元兑人民币汇率由 6 月末的 7.0741 降至 7 月末的 6.9794，人民币对美元升值 1.34%（见图 2），变化幅度小于美元指数，表明央行在美元指数走弱时维持了人民币汇率的相对稳定。但在全球经济不确定性较大、中美关系趋于紧张的背景下，我们预计 7 月份银行结售汇差额在-100 亿美元左右（见图 3）。

图 1：7 月份外汇储备增加



资料来源：WIND，财信研究院

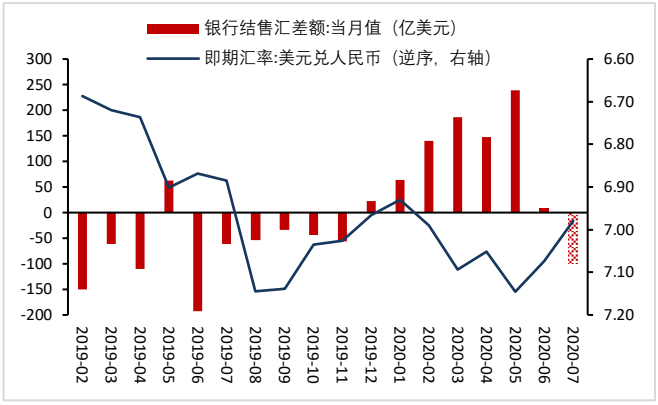
图 2：人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，财信研究院

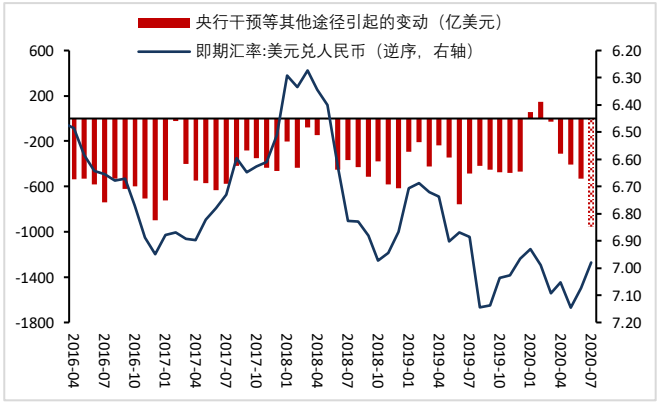
由于中央银行在外汇市场上的干预操作数据无从得知，所以我们只能大概估计。7 月海外主要发达经济体延续了复苏态势，尤其是欧元区复苏势头更好，国内经济增长情况明显好于海外，但外部环境趋于紧张，我们预计当月央行干预力度相对稳定，大概在 950 亿美元左右（见图 4）。如果加上反映资本项下资金流动的结售汇差额，预计交易因素导致外汇储备损耗量可能在 1050 亿美元左右。

图 3：汇率与结售汇差额



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：央行干预等引起的外储变动



资料来源：WIND，财信研究院

二、非交易因素（即估值效应）：美国国债价格上升，名义美元指数下行，两者共计使我国外汇储备增加 554 亿美元左右

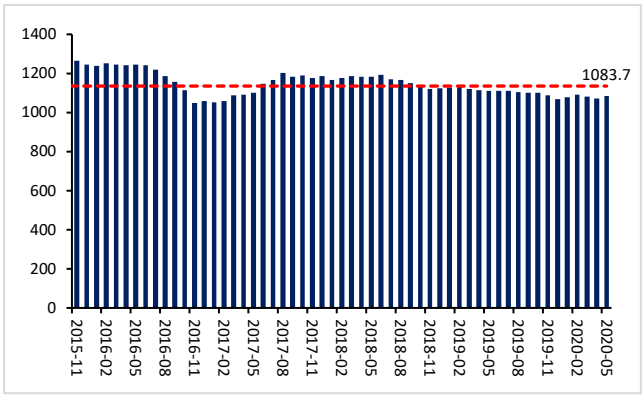
（一）价值重估：美国国债收益率降低，导致外汇储备增加 36 亿美元左右，加上应计利息收入 13 亿美元，共导致外储增加约 49 亿美元

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。2017 年 5 月-2020 年 5 月份，中国持有的美国国债月均约为 11354 亿美元。从 2018 年三季度起，我国持有的美国国债有所减少，2020 年 5

月降至 10837 亿美元（见图 5）。2020 年 7 月末美国 1 年期以上国债收益率环比降低约 0.11%，假设 2020 年 6 ~7 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降低，导致国债价格上升，使我国外汇储备增加 36 亿美元左右（见图 6）。

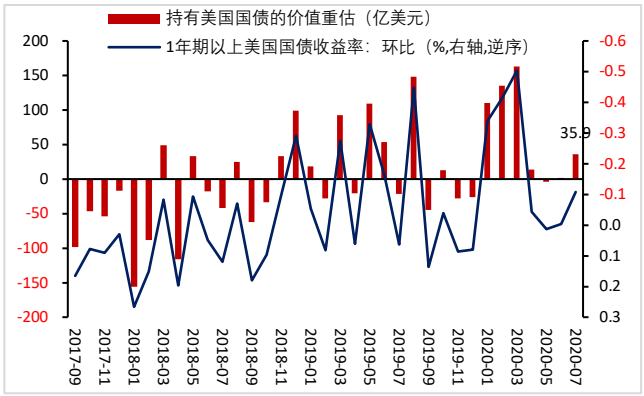
此外，还应加上 7 月份美国国债的应计利息收入，我们预计在 13 亿美元左右（见图 7）。两项相加，共导致外储增加 49 亿美元左右。

图 5：中国持有的美国国债（十亿美元）



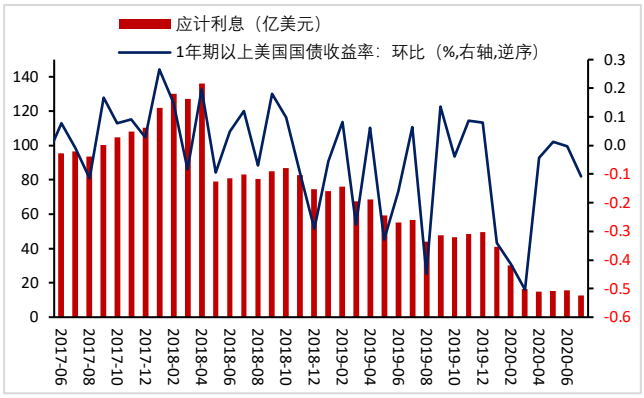
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：美国国债收益率下行导致外储重估价值增加



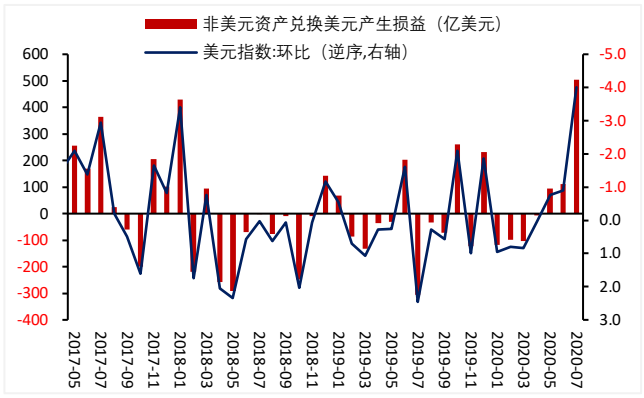
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：中国持有的美国国债应计利息情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：美元指数环比下行导致外储增加



资料来源：WIND，财信研究院

（二）汇兑损益：美元指数下行导致我国外汇储备增加约 505 亿美元

根据中国人民银行的相关资料，我国持有的外汇储备资产主要包括美元、欧元、日元、英镑和一些发展中国家的资产。由于我国外汇储备的计价货币是美元，将非美元资产兑换为美元将产生的汇兑损益，会对我国外汇储备产生影响。

美元指数用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，即通过计算美元对选定的一揽子货币汇率的综合变化率，来衡量美元的强弱程度。由于其选定货币中包含了我国外汇储备资产的主要计价货币，即英镑、欧元、日元，因而美元指数的变化将对我国外汇储备形成汇兑损益。

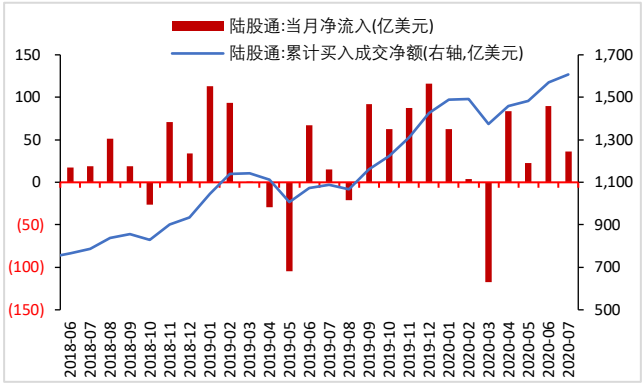
6 月末、7 月末美元指数分别为 97.38 和 93.48，7 月环比下降 4%（见图 8）。通过

估算，我们发现由于美元汇率波动导致 7 月份我国外汇储备增加 505 亿美元左右，即汇兑收益 505 亿美元左右。

三、境外机构资产配置效应：约使外储增加 320 亿美元

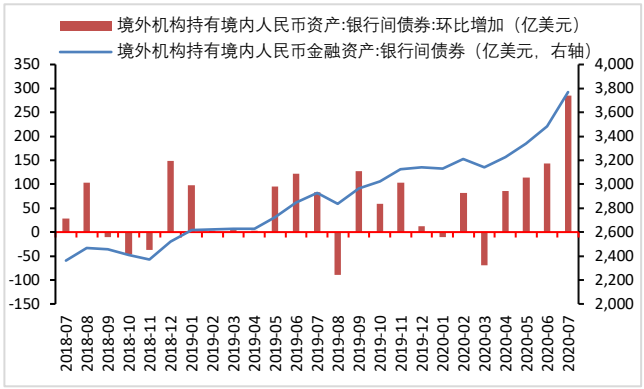
2017 年以来，随着中国加大金融市场的开放力度，境外机构和个人持有的境内人民币资产出现持续提高。2020 年 6 月末持有的股票、债券、贷款和存款余额达到 7.18 万亿元，折合约 1.01 万亿美元，较 2019 年 6 月末增加 0.2 万亿美元左右，越来越成为影响外汇储备的重要变量之一。在人民币金融资产中，境外机构对银行间债券和股票的配置较为积极，如 2020 年 7 份北向资金规模环比增加 36 亿美元（见图 9），境外机构托管债券面额环比增加 285 亿美元（见图 10）。限于数据的及时性，我们这里只能估算境外机构配置境内人民币金融资产对外汇储备的影响，预计 7 月当月约使外储增加了 320 亿美元左右。

图 9：7 月份北向资金净流入



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：7 月份境外机构托管债券面额增加



资料来源：中债，WIND，财信研究院

以上分析由于统计数据缺失原因，均为估算数据。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。