

估值效应整体为正，外储规模环比“二连升”

——4月外储数据点评

相关研究：

1. 《稳增长仍需加码，年内有望进一步降准—从2018年以来历次降准看2023年降准空间》

2023.03.24

2. 《经济边际改善，但隐忧仍在—一季度央行调查问卷点评》

2023.04.14

3. 《稳增长基调延续，货币政策将侧重结构性发力—央行货币政策委员会一季度例会解读》

2023.04.19

4. 《收入端边际改善，基建支出发力明显—3月财政数据点评》

2023.04.25

5. 《聚集现代化产业体系和人口高质量发展问题—二十届中央财经委员会第一次会议点评》

2023.05.17

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5月7日公布2023年4月末外汇储备规模数据，截至2023年4月末，我国外汇储备规模为32048亿美元，较3月末上升209亿美元，升幅为0.66%。

□ 估值效应整体为正，外储规模环比“二连升”

4月我国外汇储备规模连续第二个月上升，增长势头强劲，其中美元指数下降推动非美元货币汇率和资产价格市值的上升是引致4月外储规模上升的主导因素。从金融资产表现来看，4月欧美地区长期债券收益率走势分化，一定程度上对我国4月外储估值产生影响。此外，4月份全球股市多数上涨，各类权益金融资产在估值方面一定程度上均对我国外储产生正向影响。

□ “衰退式顺差”表现明显，人民币汇率与银行结售汇差额出现背离

4月我国贸易顺差902.1亿美元，较3月上行20.19亿美元，“衰退式顺差”表现明显，对外储规模提供了基本面的支撑。4月人民币汇率走势与银行结售汇差额出现一定的背离，主要原因在于4月一揽子稳增长政策效果持续显现，市场预期有所转好，经济基本面稳步复苏，出口增速超预期增长，一定程度上增强市场主体对于人民币的信心。但值得关注的是，4月北向资金开年以来连续三个月净流入后首度呈月度净流出，一定程度上引发外储规模变动。

□ 贸易顺差支撑国际收支，短期内外汇储备有望保持平稳

预计短期内“衰退式贸易顺差”仍将对国际收支提供支撑。近期人民币汇率持续走弱，其原因一方面在于公布的4月经济数据不及预期，另一方面在于在美元存款的高利率下出口商结汇意愿不强。从经济基本面对比上来看，尽管高频数据显示当前国内经济复苏放缓，但今年中国经济复苏仍然是主线。而美国受银行业危机蔓延以及经济下行压力渐显影响，美联储已进入加息暂停期，人民币外部压力可能下降，预计人民币汇率贬值空间有限。此外，基于基本面对比以及美联储加息进程放缓，美元指数和美债收益率的下行趋势将得到强化，叠加短期内强劲出口仍将对人民币形成支撑，在此背景下，外资有望回流A股，后续资本和金融项目资金流入有望稳中有升。整体而言，预计短期内外汇储备有望保持平稳。但需要警惕欧美经济走弱、出口下行导致的贸易差额收窄压力。预计下半年出口下行趋势进一步演绎，可能使得我国外储规模面临一定的波动压力。

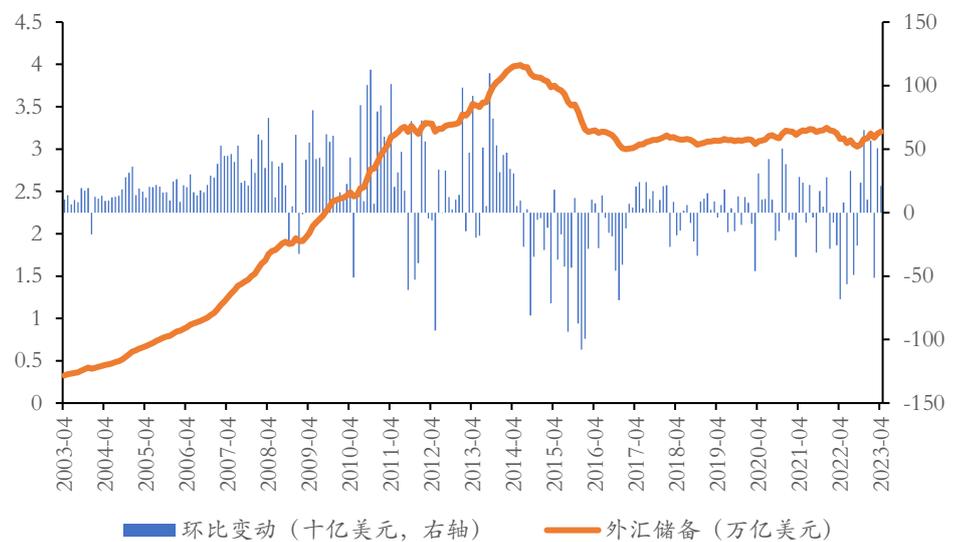
□ 风险提示

疫情蔓延超预期；海外银行流动性风险；海外政策超预期调整。

1 估值效应整体为正，外储规模环比“二连升”

截至 2023 年 4 月末，我国外汇储备规模为 32048 亿美元，较 3 月末上升 209 亿美元，升幅为 0.66%。这是我国外汇储备规模连续第二个月上升，增长势头强劲，其中 4 月美元指数的下降推动非美元货币汇率和资产价格市值的上升是引致 4 月外储规模上升的主导因素。此外，截至 4 月末，央行黄金储备报 6676 万盎司，环比上升 26 万盎司，这是央行黄金储备连续第六个月增加，显示出央行对黄金储备的重视。

图 1 4 月外储规模环比小幅上升（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，4 月外储规模回升主要受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用产生的正估值效应影响。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储规模有较大影响。一般而言，如果美元升值，非美元资产贬值，我国外储规模会减少；如果美债收益率上行，美债价格下跌，我国外储规模的规模也会随之下降。4 月美国通胀数据显示核心通胀有所减缓，叠加服务业与制造业疲软的经济数据，市场增加对美联储放缓加息步伐的预期。同时美国银行业动荡再起，市场反复调整对美联储未来结束加息周期的预期。受美国通胀与经济表现有所放缓影响，美元指数整体趋跌。从日度走势来看，截至 4 月 28 日，美元指数已从月初 102.1 回调至

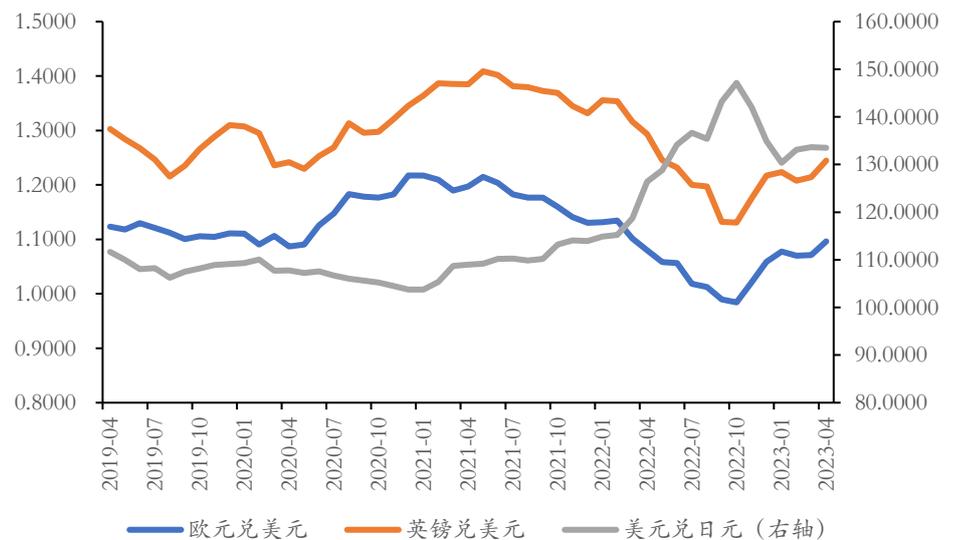
101.7 附近。同时 4 月美元指数回落推升部分非美资产的美元价格，非美元货币中，4 月份欧元上涨 1.06%，英镑上涨 1.14%。由于日本央行决定维持主要刺激措施不变，日元则下跌 2.93%。整体来看，4 月受美元指数略显疲态影响，主要非美货币资产估值效应为正，一定程度上利多我国外汇储备。

图 2 4 月美元指数整体呈下行态势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 4 月欧元、英镑以及日元兑美元汇率均呈上涨态势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

另一方面，从4月金融资产表现来看，债券市场方面，2023年4月欧美地区长期债券收益率走势分化，其中美国10年期国债收益率下行4BP，欧元区10年期公债收益率上行3.9BP，10年期英国国债收益率较3月上行20个BP，10年期日本国债利率较3月上行1.4个BP，一定程度上对我国4月外汇储备估值产生影响。此外，4月份全球股市多数上涨，4月纳斯达克指数微涨0.3%，标普500指数上涨1.09%，道琼斯工业指数上涨1.48%。欧洲方面，法国CAC40指数上涨1.98%，德国DAX指数上涨1.59%。亚洲方面日经225指数上涨2.37%，各类权益金融资产在估值方面一定程度上均对我国外汇储备产生正向影响。

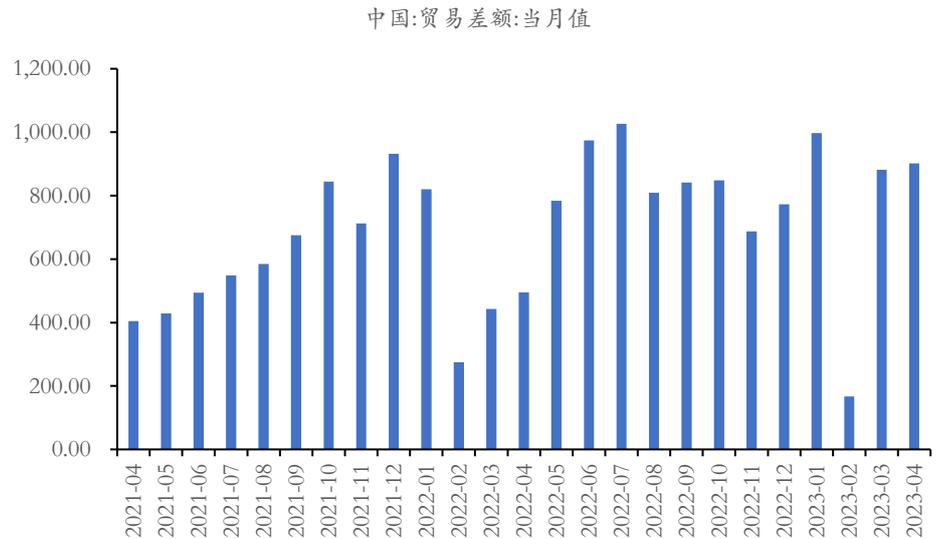
图4 4月主要经济体10年国债收益率走势分化(%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 “衰退式顺差”表现明显，人民币汇率与银行结售汇差额出现背离

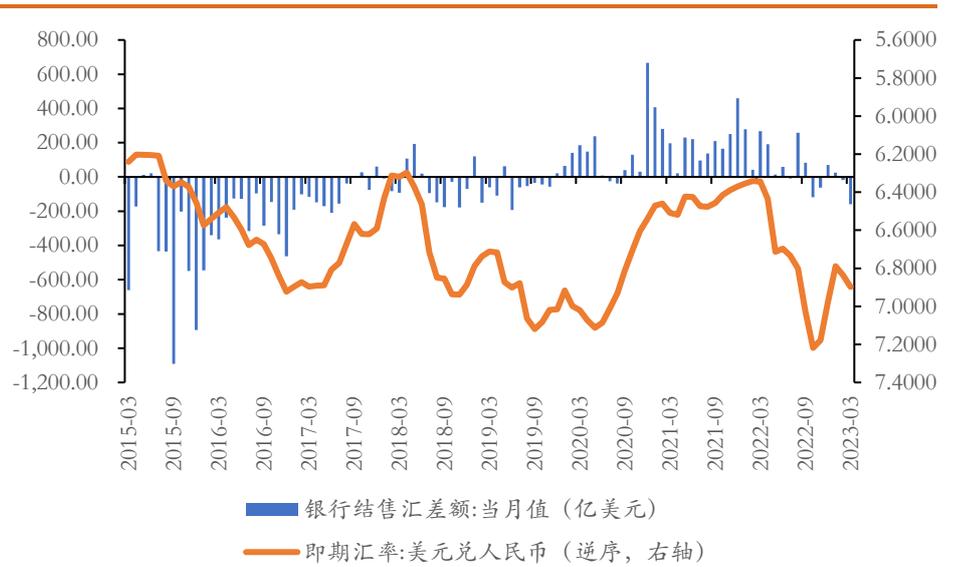
从外汇储备流量变动来看，外汇储备是官方储备的主要组成部分，作为国际收支平衡表的调节项，其变动反映了经常项目和非储备金融项目的变动结果。从经常项目下的货物贸易项来看，4月我国对外贸易出口2954.2亿美元（前值3155.89亿美元），进口2052.1亿美元（前值2273.99亿美元），贸易顺差902.1亿美元，较3月上行20.19亿美元，对4月外储规模提供了基本面的支撑。

图 5 4 月贸易差额进一步走阔 (亿美元)


资料来源: Wind、湘财证券研究所

同时, 4 月受银行业风险再现、美国经济数据分化、美联储加息预期变化、北向资金流出和国内经济持续复苏强度的影响, 4 月份人民币汇率小幅走弱, 月末美元兑人民币即期汇率收于 6.9284, 较月初小幅贬值 0.55%。短期来看, 影响我国企业和居民银行结售汇行为的主要因素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, 发现人民币升值趋势愈明显, 银行结售汇顺差越大。从数据上看, 4 月人民币汇率小幅走弱, 但 4 月企业居民的银行结售汇差额录得 54.55 亿美元, 较 3 月份的-159.08 亿美元提升 213.63 亿美元, 人民币汇率走势与银行结售汇差额出现一定的背离。我们认为主要原因在于 4 月一揽子稳经济政策效果持续显现, 市场预期有所转好, 经济基本面稳步复苏, 出口增速超预期增长, 一定程度上增强市场主体对于人民币的信心。但值得关注的是, 在海外经济低迷、国内经济逐步复苏的背景下, 北向资金开年以来连续三个月净流入后首度呈月度净流出。据 Wind 统计, 北向资金 4 月累计成交净额-45.53 亿元, 一定程度上引发外储规模变动。

图6 银行结售汇差额受人民币汇率影响较大(亿美元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图7 4月北向资金净流入由正转负(亿元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

3 贸易顺差支撑国际收支，短期内外汇储备有望保持平稳

从4月外贸数据来看，出口增速较3月的高点有所回落，但仍偏强，反映出外需仍较有韧性。考虑到我国经济新动能发力，机电产品及电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品出口增速较强，同时经济内部需求复苏进程仍较缓慢，一定程度上拖累进口增速，预计短期内“衰退式贸易顺差”仍将对国际收支提供支撑。近期人民币汇率持续走弱，其原因一方面在于公布的4月经济数据不及预期，另一方面在于在美元存款的高利率下出口商结汇意愿不强。从经济基本面对比上来看，尽管高频数据显示当前国内经济复苏放缓，但就大方向来看，今年中国经济复苏仍然是主线。而美国受银行业危机蔓延以及经济下行压力渐显影响，美联储已进入加息暂停期，人民币外部压力可能下降，预计人民币汇率贬值空间有限。此外，基于基本面对比以及美联储加息进程放缓，美元指数和美债收益率的下行趋势将得到强化，叠加短期内强劲出口仍将对人民币形成支撑，在此背景下，外资有望回流A股，后续资本和金融项目资金流入有望稳中有升。整体而言，预计短期内外汇储备有望保持平稳。但需要警惕欧美经济走弱、出口下行导致的贸易差额收窄压力。预计下半年出口下行趋势进一步演绎，可能使得我国外储规模面临一定的波动压力。

4 风险提示

疫情蔓延超预期；海外银行流动性风险；海外政策超预期调整。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。