

# 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

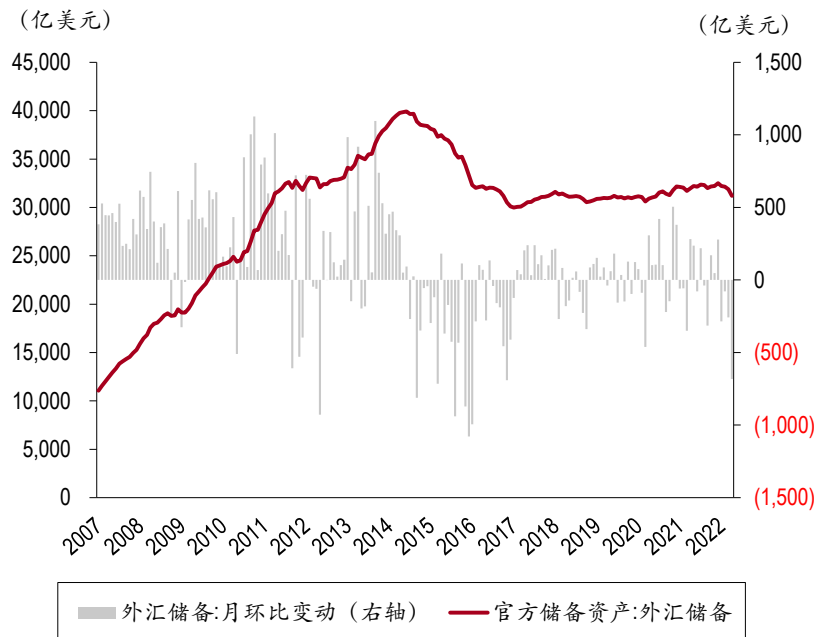
tao.guan@bocichina.com

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。

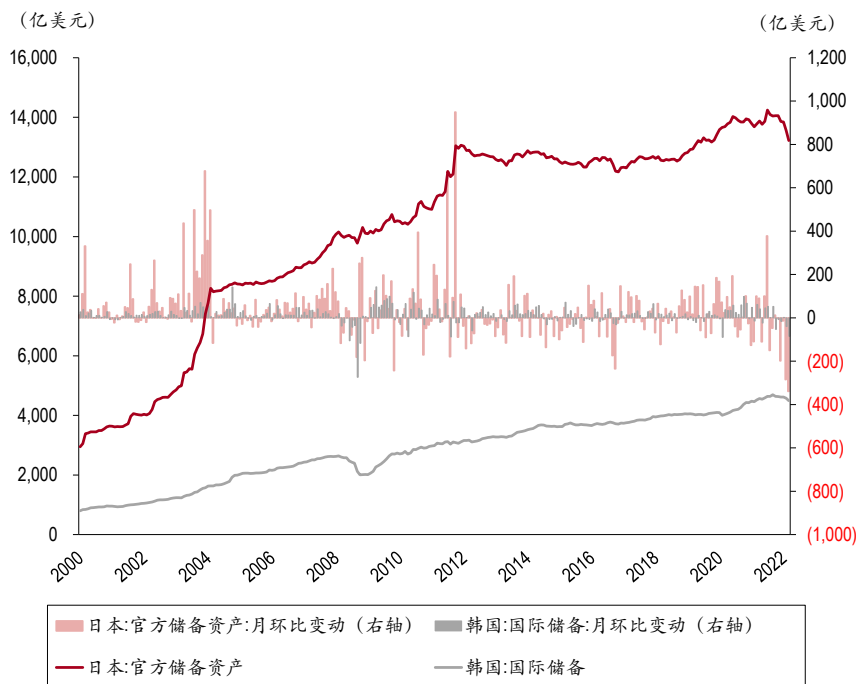
图表2. 截至2022年4月末主要货币和全球资产价格表现

		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

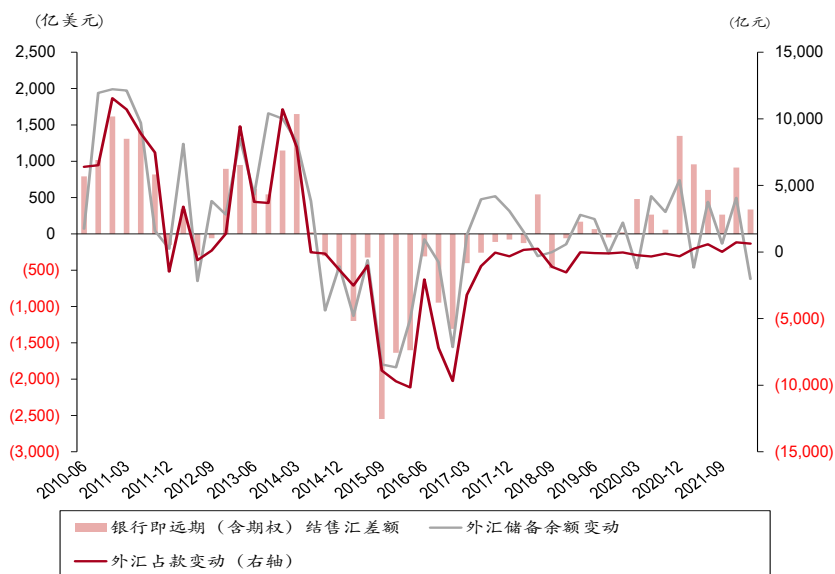
## 外汇储备余额阶段性下降对我国的影响有限，要避免对外储变化的三个误读

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。

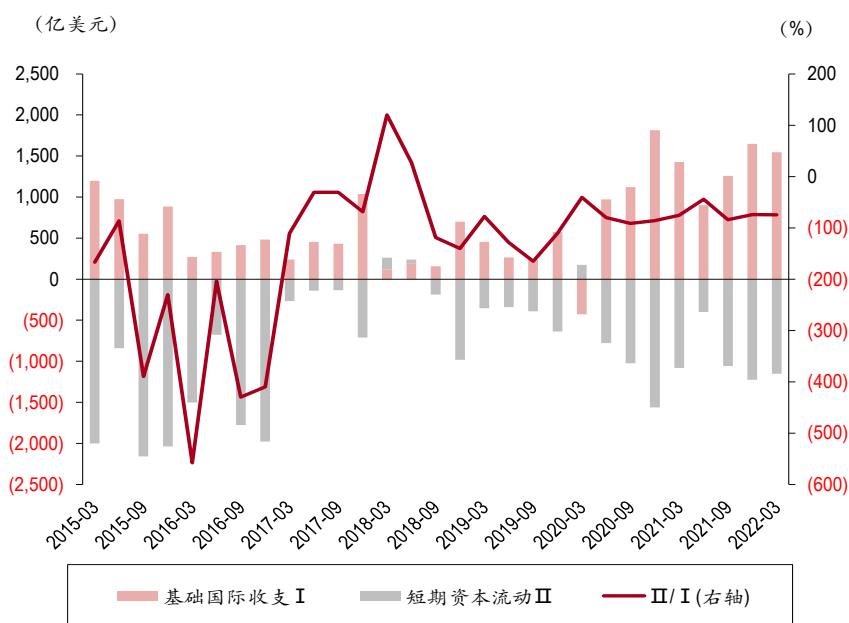
图表 4. 银行结售汇及外汇储备余额和外汇占款变动



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

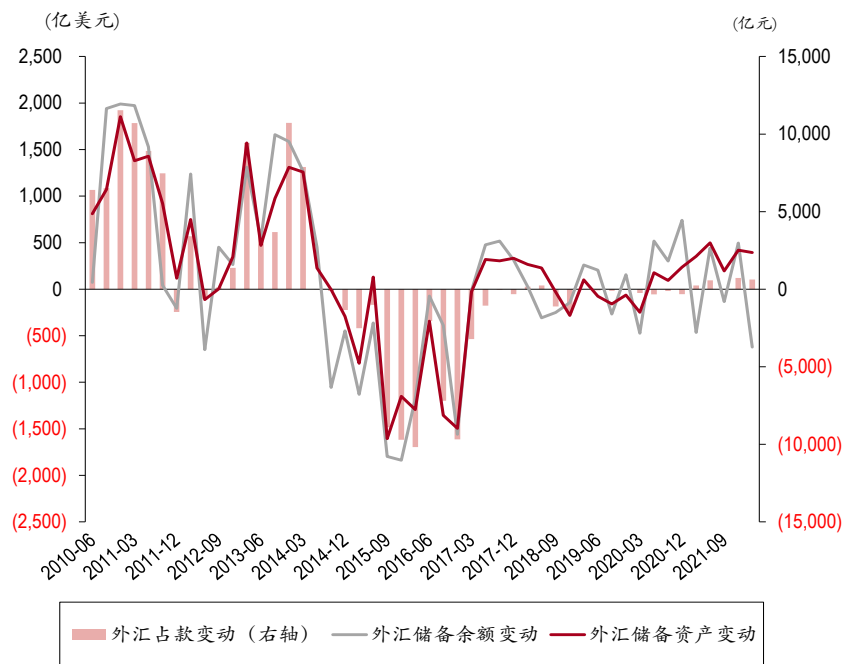


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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



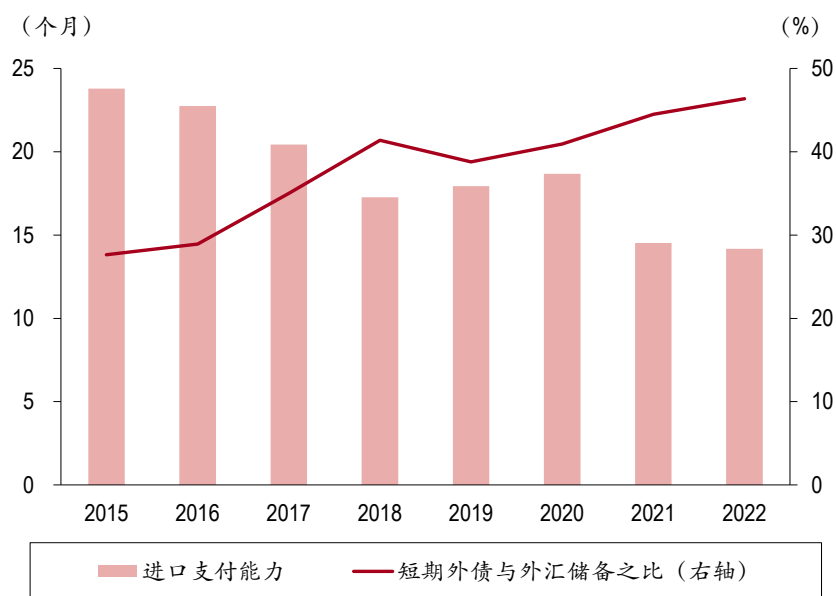
资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，万得，中银证券

### 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%，远低于 1995 年的 79%。但这也意味着我国外汇储备更多暴露于国际主要货币的汇率波动。此外，我国外汇储备资产除固定收益类外，还有权益类资产，大多属于被动投资。比如债券投资多为持有到期，股票一般是长期投资，在资产持有期间其价值必然受到汇率和资产价格波动等影响。由此引起的外汇储备余额减少主要反映了非交易因素引起的账面损益。而且，不论汇率还是资产价格，都是涨多了会跌，跌多了会涨，未来账面损益仍会频繁波动。

综上，近期外汇储备余额下降主要受估值因素影响，要避免将外储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。随着人民币汇率市场化程度提高，2018 年以后，央行已退出外汇市场常态化干预，人民币汇率整体呈现有涨有跌、双向波动的格局。汇率弹性增加，能够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，从相对规模和各类充足性指标来看，我国外汇储备仍然充裕（见图表 7），无需过于关注外汇储备一时的涨跌。

图表 7. 传统外汇储备充足率指标状况



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署，万得，中银证券

注：(1) 进口支付能力=官方外汇储备/年度进口金额\*12，国际警戒线为不低于3-4个月的进口额，2022年数据为4月末官方外汇储备余额除以前4个月进口金额年化值；(2) 短期外债偿付能力=短期外债余额/外汇储备余额，国际警戒线为不高于100%。

**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。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371