

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

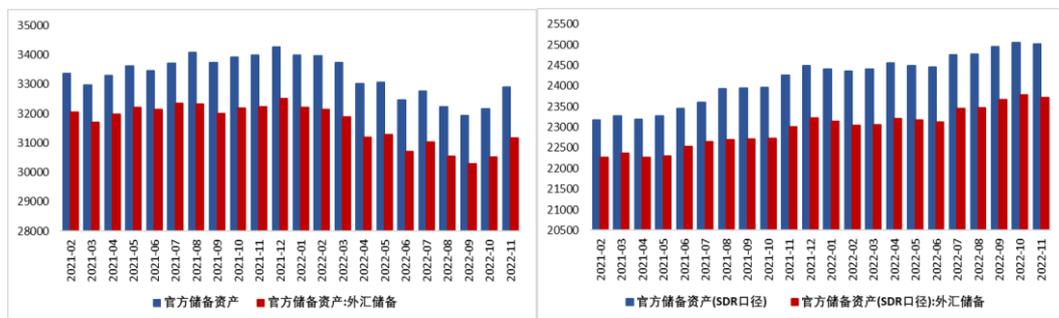
启动增持黄金，估值性因素对储备资产影响正面

——析 11 月我国储备资产和外汇储备

正文：

昨日国家外汇管理局公布了 11 月国际储备数据，数据显示，11 月以美元计的储备资产报 32899.32 亿美元，前值为 32154.16 亿美元，增加了 745.16 亿美元。其中，外汇储备增加了 650.61 亿美元，报 3117488 亿美元，前值为 30524.27 亿美元。以 SDR 计的储备资产报 25201.51 亿 SDR，前值为 25055.95 亿 SDR，减少了 34.44 亿 SDR。其中，外汇储备减少了 75.89 亿 SDR，报 23709.99 亿 SDR，前值为 23785.88 亿 SDR。

图1、2：月度我储备资产暨外汇储备情况



数据来源：Wind、银河期货

11 月以美元计和以 SDR 计值外汇储备和储备资产均出现了不同方向的变化，显示出在美元在当月下跌对我储备资产的估值性影响明显。11 月美元指数从 111.6036 回落到点 105.2720，同时境外债券收益率回落，显示出估值性因素对储备资产的影响。

从境外债券收益率，债券收益率继续出现明显回落。从美国国债收益率看，在通胀数据回落而导致加息预期减弱的背景下，11 月，美国中长期国债收益率大幅全面回落，对外汇储备起到正向作用，10 年期的国债收益回落，从 4.1% 大幅回落到 3.68%，5 年期的国债收益率也回落，从 4.27% 回落到 3.82%。2 年期的国债收益率从 4.54% 回落到 4.38%。但 10 年期的国债收益率继续和 2 年期的国债收益率形成倒挂；而短期国债收益率继续回升，一年期国债从 4.66% 回升到 4.74%，3 个月国债等的到期收益率也从 4.22% 回升到 4.37%。

根据 11 月 16 日美国财政部最新数据，中国国债的持有量自 7 月结束连续 7、8 个月减

少后，9月继续小幅减少。中国持有美债的百分比占外国持有美债的比重保持12.8%不变，低于前值12.9%。8月的持有量为9718.08亿美元，9月持有量为9336.79亿美元。日本从16%下降到15.4%。8月报11997.78亿美元，9月持有美债11201.84亿美元，有所减少。全球外国投资者则减少到全球外国投资者持有量为72968.85亿美元，前值为75090.19亿美元。

图3：美国国债收益率

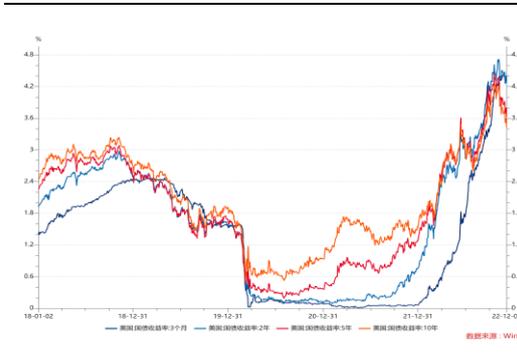
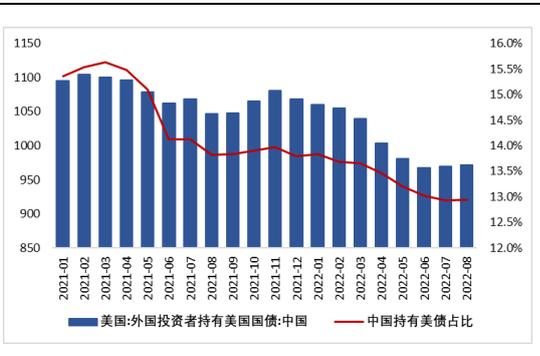


图4：中国持有美债量占比



数据来源：Wind、银河期货

但这套数据是存量概念，是含有估值等因素。美国财政部同时又公布了一套数据，该数据反映的外国持有者增减长期美债的实际动态数据，即没有考虑到美债的市值变动。从财政部这套数据看，7月减持了71.1亿美元，而8月增持了75.66亿美元，9月也增持了22.42亿美元。

即8月中国增持长期美债22.42亿美元，和持有美债的减少额382.29亿美元相比有约404.71亿美元的缺口，这个缺口一是由于估值原因导致的；二是由于中国的美债结构可能是长期国债为主导的，因为后套数据仅仅反映长期国债的持有情况。而在后套数据中，日本9月大幅减持了354.61亿美元，这可能和9月日本干预外汇市场有关。

再从外国投资者增减持美中长期国债的数据看，今年以来，总体是增持的，而且出现了加快增持态势，5月增持了998亿美元，6月增持了588.98亿美元，7月增持了231.19亿美元，8月增持了1742.07亿美元，9月增持了604.3亿美元。

图5：中国大陆增减持美中长期债情况

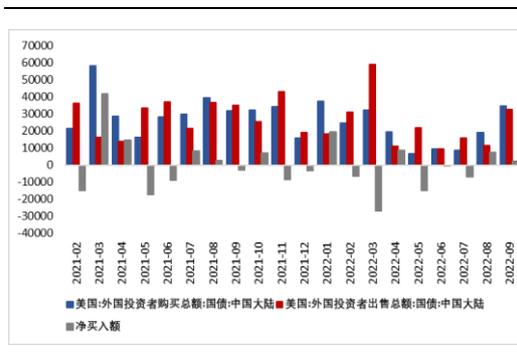
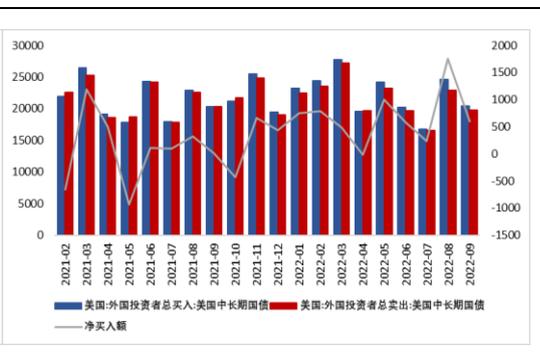


图6：月度外国投资者增减持美中长期债情况



数据来源：Wind、银河期货

全球持有美债的变动是美债收益率波动后，各国对其储备资产结构的主动调整和被动调整，无必要过分解读。在目前的国际金融和世界经济格局下，美债依旧是风险性、收益性和

流动性取得较好平衡的重要国际储备资产。

11月中国增持黄金103万盎司，持有黄金达到6367万盎司，加上11月黄金价格出现反弹，COMEX的黄金价格从1740.7美元/盎司回升到1757.9美元/盎司收盘，导致我国11月黄金储备市值从1026.73亿美元回升到1116.5亿美元。黄金价格反弹，导致11月储备资产的增幅大于外汇储备的增幅。我们观察到中国持有黄金具有明显的周期性，11月增持黄金显示中国有可能进入黄金增持期。

从贸易方面的交易性因素看，11月的海关贸易顺差698.4亿美元，前值报851.1亿美元，环比减少153.14亿美元，同比减少14.25亿美元。出口增速下降明显，高于预期。

但十月未结汇额环比有所回落，显示了市场持汇待沽的观望情绪在汇率趋于下跌的情况下有所回升，11月数据尚待公布。但近期汇率反弹，加上年底可能会因企业结算压力会推动企业结汇，改变持汇待沽心态。

图7：月度结、售汇额

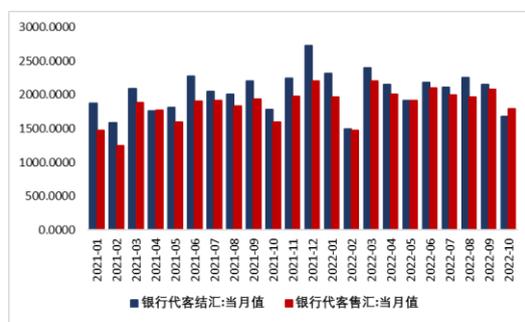


图8：月度未结汇额



数据来源：Wind、银河期货

11月，陆股通表现为净流入，港股通表现为净流入，总体表现为陆港通下净流入为137.17亿元。前值净流出达到1249.04亿元之巨。债券方面，10月数据显示，海外投资者的托管量继续下降了339.84亿元，降幅有所收缩，前值减持了615.97亿元。11月的数据没有公布。可能这一情况再度延续。

图9：陆股通与港股通净买入额

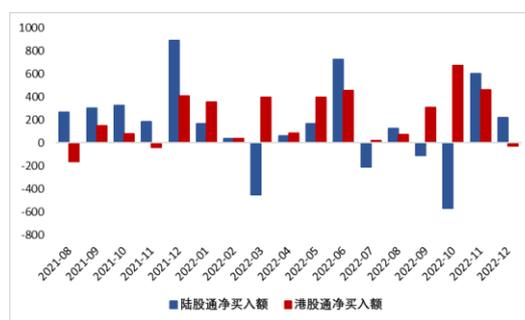
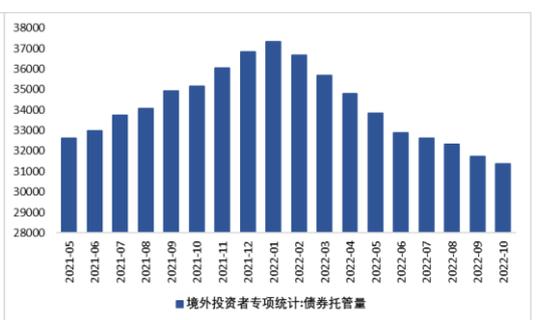


图10：境外投资者债券托管量



数据来源：Wind、银河期货

综上分析，我国以美元和以SDR计算价值的计算价值的储备资产和外汇储备均出现了不同方向的变化。以美元计算的储备资产增加出了交易性因素外，美元指数的回落，境外债

券收益率的回落均起到了明显的影响，同时，中国增持了黄金，黄金价格回升均起到了正向作用。

目前看，交易性因素主要体现在贸易顺差方面，但是，从新公布的进出口数据看，出口回落的趋势十分明显，值得关注。外汇储备和国际储备资产的稳定是一国汇率稳定的基础，尽管 11 月储备资产增加，但是，我们应该关注其来源结构出现的边际变化。外贸稳，才能经济稳，经济稳，才能汇率稳，因此尽管人民币汇率近期出现大幅回升，但是在目前的情形下，这一回升的可持续性值得怀疑。

在汇率中性的前提下，进口企业借汇率反弹进行锁汇依旧很有必要，出口等外汇收入企业也可以借助于金融衍生品工具，利用我国有管理浮动体系的特点，保住和增加外汇收入，如卖出虚值的美元看涨期权，或者是构建美元的领口期权等，我们注意到外汇管理局前期公布了《企业汇率风险管理指引》，对企业实现汇率中性管理具有重要的指导意义。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799