



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

估值因素推动外汇储备改善

——2024 年 5 月外汇储备数据点评

投资要点:

- **核心观点:** 截止 5 月底, 中国外汇储备 32320.39 亿美元, 环比变化 312.08 亿美元。估值效应和外币汇率变化或是外储增加的主要原因, 美债收益率回落和美元汇率贬值对外汇储备影响较大; 银行结售汇预计仍存逆差, 但有所收窄。向后看, 外储方面, 6 月以来主要发达经济体国债收益率仍以下降为主, 主要外币兑美元仍以升值为主, 预计估值效应将继续对外汇储备形成正向影响; 5 月美元计价出口同比增长 7.6%, 增速较上月大幅增加 6.1 个百分点, 预计出口走势积极对结汇需求有一定支撑, 但或仍无法完全对冲人民币汇率贬值压力对结汇需求的影响, 从美元兑人民币汇率看, 5 月底一度接近 7.25 后回落, 6 月初再次上升逼近 7.25, 预计交易因素仍将对外汇储备形成消耗; 随着 fedwatch 显示的市场预期美联储首次降息时点逐渐临近, 美债收益率下行趋势的影响更明显, 短期内估值效应主导下外汇储备或仍有上升空间。汇率方面, 预计人民币汇率短期震荡概率较高, 欧央行已首次降息, 劳动力市场韧性决定美联储降息时间点可能延后, 外部环境扰动有限, 对我国货币政策掣肘不大。央行货币政策工具方面, 我们认为数量型工具降准的可能性更大, 价格性工具调降存款利率和 LPR 的可能性更大, 政策利率 OMO 和 MLF 变动的可能性有限。

● 估值效应:

- 外债收益率下降, 我国持债估值上升, 结合应计利息预计使外储增加 330 亿美元左右。根据国家外汇管理局每半年公布的中国对外证券投资资产统计 (本统计针对居民部门, 不包括政府和中央银行), 2023 年底中国对外债券投资规模最大的国家主要包括美国、日本、英国、澳大利亚、法国、德国, 这 6 个国家占中国对外债券投资规模的 43%, 我们以这 6 国债券收益率变动水平测算估值效应给外储规模带来的影响并相应扩充乘数, 考虑到数据可得性, 我们以 2023 年底中国对外证券投资资产统计中的分国别和长短期债券结构推算外汇储备中外国债券分国别和长短期结构。2024 年 3 月底我国持有美国国债 7674 亿美元, 5 月美债到期收益率有所下行, 对应债券价格上升, 对我国外汇储备规模产生的估值效应影响较大; 其他五国长短债收益率各有涨跌, 由于持有规模有限等因素, 预计其余五国对我国外储影响较小, 外债估值变化预计使我国外汇储备增加 290 亿美元左右。此外, 5 月持有美债应计利息预计 40 亿美元左右, 因此估值与利息合计影响我国外汇储备增加 330 亿美元左右。

- 5 月美元指数明显下行, 美元兑日元、英镑、澳元、欧元均有所贬值, 汇率折算造成的汇兑收益 110 亿美元左右。5 月末, 美元指数较 4 月末环比下跌 1.6%, 具体来看, 5 月底美元兑日元、英镑、澳元、欧元汇率分别较 4 月底下跌 0.3%、2.0%、2.8% 和 1.7%, 以外管局公布的 5 月 31 日和 4 月 30 日各币种兑换美元比

例对比测算，估算 5 月美元贬值导致非美元资产兑换为美元时产生汇兑收益在 110 亿美元左右。

➢ 综上两方面因素，预计估值效应引起外汇储备增加 440 亿美元左右。

● 交易因素：

● 预计 5 月银行结售汇逆差有所收窄，在 130 亿美元左右。从贸易差额看，5 月美元计价贸易顺差 826.2 亿美元，环比较 4 月增加 102.68 亿美元，相应地结汇需求或有所增加；但另一方面，美元兑人民币汇率继续在 7.2 以上高位运行，5 月多数时间人民币贬值，汇率因素对结汇需求的影响仍然较明显，一增一减之下，汇率贬值因素对结售汇差额的影响或依然占优，贸易顺差走阔能够一定程度上对冲汇率贬值影响，此外，结售汇差还受到其他购汇、用汇等需求影响，预计 5 月结售汇逆差在 130 亿美元左右，较上月结售汇逆差的 380 亿美元有所收窄。

● 预计 5 月境外机构配置人民币资产规模变化不大。今年一季度外资对中国资产配置变化较为明显，二季度以来国内大类资产价格波动放缓，4-5 月万得全 A 月环比在 ±1% 上下，国债全价指数月环比仅 0.1% 上下，中国资产价格波动放缓影响下外资流动也明显降低，4-5 月北向资金月均仅 10 亿左右净流入，预计 5 月境外机构资产配置效应对外储规模影响较小。

● 综上两方面因素，预计交易因素引起外汇储备减少 130 亿美元左右。

➢ 向后看，6 月以来主要发达经济体国债收益率继续以下降为主，主要外币兑美元继续以升值为主，预计估值效应将继续对外汇储备形成正向影响；5 月美元计价出口同比增长 7.6%，增速较上月大幅增加 6.1 个百分点，预计出口走势积极对结汇需求有一定支撑，但或仍无法完全对冲人民币汇率贬值压力对结汇需求的影响，从美元兑人民币汇率看，5 月底一度接近 7.25 后回落，6 月初再次上升逼近 7.25，预计交易因素仍将对外汇储备形成消耗；随着 fedwatch 显示的市场预期美联储首次降息时点逐渐临近，美债收益率下行趋势的影响更明显，短期内估值效应主导下外汇储备或仍有上升空间。汇率方面，预计人民币汇率短期震荡概率较高，欧央行已首次降息，劳动力市场韧性决定美联储降息时间点可能延后，外部环境扰动有限，对我国货币政策掣肘不大。央行货币政策工具方面，我们认为数量型工具降准的可能性更大，价格性工具调降存款利率和 LPR 的可能性更大，政策利率 OMO 和 MLF 变动的可能性有限。

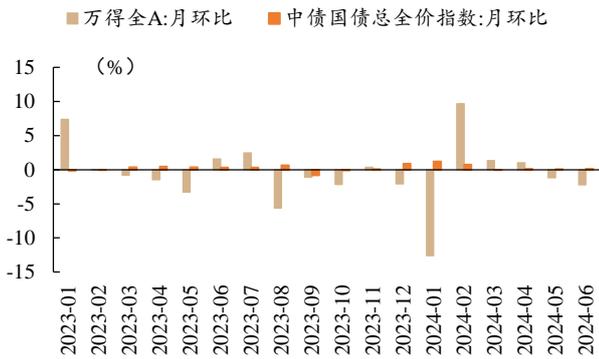
➢ 风险提示：美联储货币政策超预期；国内货币政策超预期；国际地缘政治变化导致汇率波动。

表 1: 5 月外汇储备变化及结构拆分 (单位: 亿美元)

| | |
|-----------|---------|
| 5 月外汇储备 | 32320.4 |
| 环比变化 | 312.1 |
| 其中: 交易因素 | -130 左右 |
| 外资资产配置 | 预计变化较小 |
| 结售汇差及其他因素 | -130 左右 |
| 其中: 估值效应 | 440 左右 |
| 价格变化 | 290 左右 |
| 汇率变化 | 110 左右 |
| 应计利息 | 40 左右 |

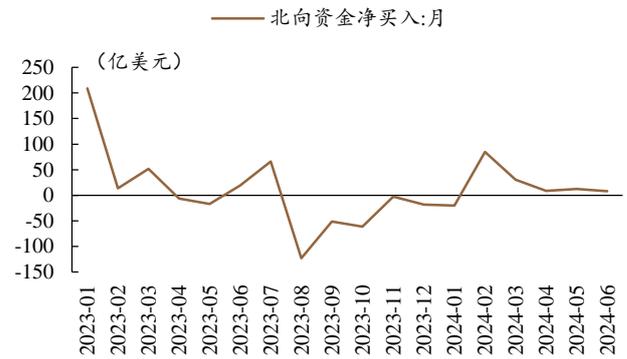
资料来源: Wind, 国家外汇管理局官网等, 德邦研究所测算

图 1: 4-5 月全 A 和中债国债全价指数波动不大



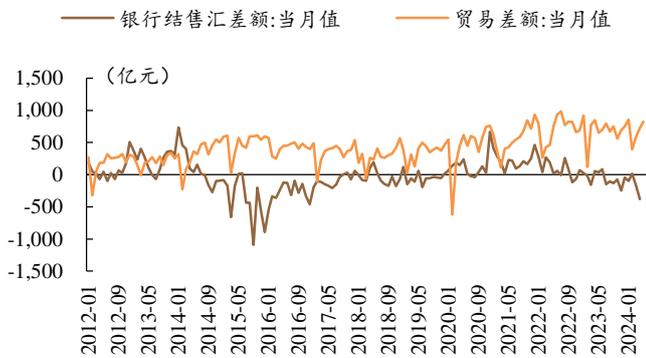
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 4-5 月北向资金净买入数额较低



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 预计 5 月贸易差额增加对应结汇需求小幅增加



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 预计 5 月汇率贬值压力上升对结汇需求构成压制



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。