

3 月外汇储备规模到底是升还是降？

事件：

国家外汇管理局 4 月 7 日公布的数据显示，截至 2021 年 3 月末，以美元计的外汇储备报 31700.29 亿美元，减少了 349.65 亿美元。以 SDR 计的外汇储备报 22268.17 亿 SDR，增加了 99.97 亿 SDR。

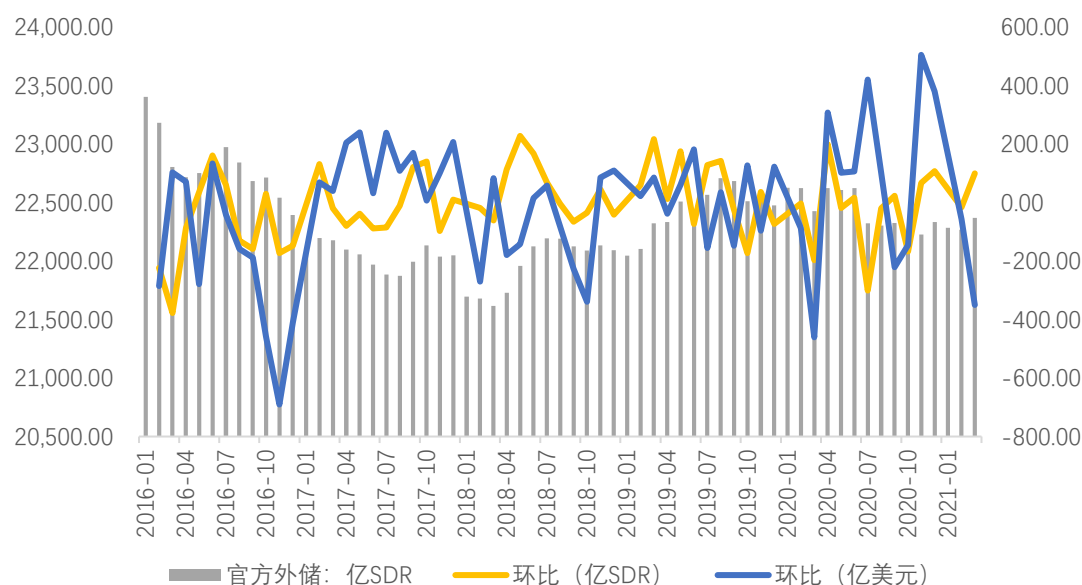
解读：根据外管局表示，2021 年 3 月，我国外汇市场运行稳定，外汇供求基本平衡。国际金融市场上，受新冠肺炎疫情和疫苗进展、主要国家财政政策及货币政策预期等因素影响，美元指数上涨，主要国家债券价格有所下跌，全球股市总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模下降。

一、如何看待美元与 SDR 计价下外汇储备变动的背离？

首先，外汇储备的计价有美元与 SDR 两种，从 3 月的数据看，两种计价方式下的外汇规模变动出现背离。首次公布以 SDR 计价外汇储备是在 2016 年 4 月，根据央行的表示，主要是考虑到 SDR 的汇率比单一货币更为稳定。由于外汇储备币种结构比较多元化，以 SDR 作为外汇储备的报告货币，有助于降低主要国家汇率经常大幅波动引发的估值变动，更为客观反映外汇储备的综合价值，也有助于脱离对单一货币的依赖，更加准确的看待外汇储备规模的变动。

以最新的 2021 年 3 月外汇储备来说，以美元计价的外汇储备规模下降约 350 亿美元，而以 SDR 计价的外汇规模变动则上涨了 99.97 亿 SDR，如果单看美元计价下的外储规模，或许会认为跨境资本流出，但对比之下以 SDR 计价的外储规模出现上涨，因此就此认为跨境资本流出的结论是比较片面的。相反的，当下外汇储备规模仍旧较为稳定，3 月美元计价下的外汇储备规模的下降更多是由于以美元这一单一货币计价所导致的估值变动所引起的。

图 1：两种计价方式下，3 月外汇储备规模出现背离



资料来源：iFinD 南华研究

二、 3 月外汇储备规模的减少是什么导致的？

当月外汇储备规模的变动归因于两大类因素：一类是交易因素，另一类是非交易因素。从交易因素看，是指经济主体的交易行为导致外汇储备的变动，具体包括居民、非金融企业和银行自身的结售汇，境外金融机构在银行间外汇市场的汇兑交易，以及中央银行在外汇市场上的操作。当然，交易因素中可能包括热钱进出引起外汇储备的变化。

从非交易因素看，是指受汇率、资产价格等因素波动影响导致的外汇储备变动，即所谓的估值效应，具体包括配置股债引起的价值重估和不同币种波动引起汇兑损益。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。

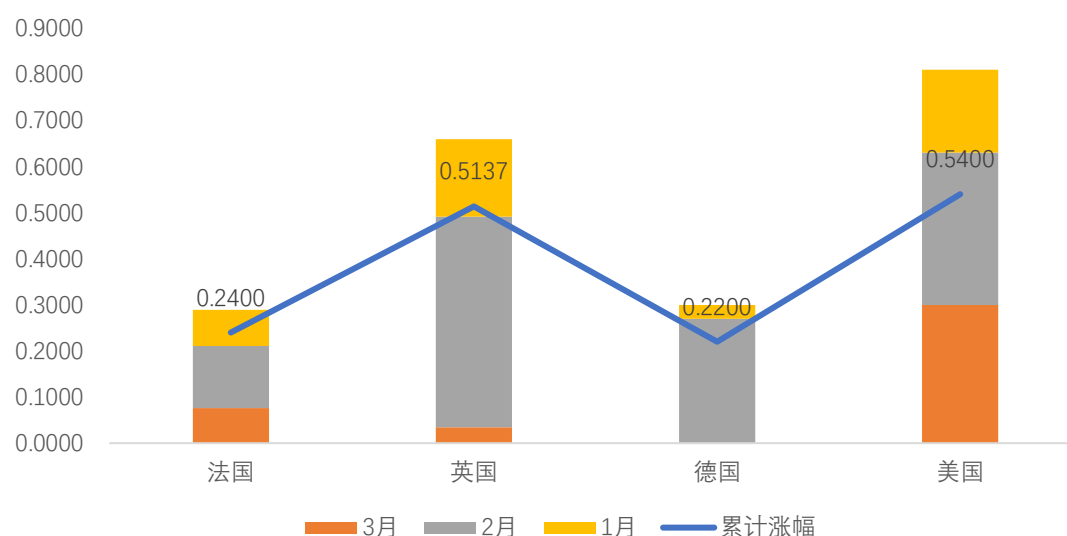
那么接下来，我们重点分析一下导致 3 月美元计价下外汇储备规模变动具体是由什么导致的。

（一）估值因素——美元指数上涨以及美债收益率上行导致估值效应为负

2021 年开年以来，在美国经济复苏预期向好以及疫苗接种处于领先优势等一系列因素的作用下，美元指数从 89.42 附近一路反弹，3 月以来，美元指数更是从 90 附近强势拉涨至 93 以上，月度涨幅为 2.49%。与此同时，相对于 2 月，欧元、日元、英镑等主要货币均对美元贬值，其中欧元兑美元平均汇率回落 1.64%，英镑兑美元在英国疫苗接种相对领先的情形下仅小幅回落 0.07%，日元回落较为明显，美元兑日元平均汇率在 3 月环比大涨 3.21%，因此美元兑非美货币升值导致外储中外币资产估值回落，从而导致外储余额下降。

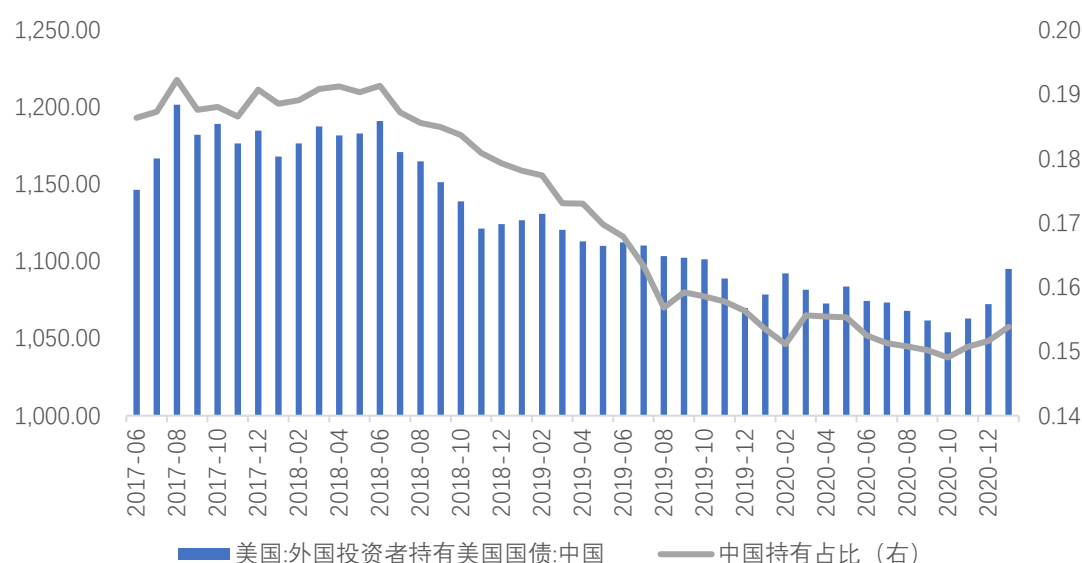
与此同时，随着全球经济复苏，主要发达经济体的国债收益率出现不同程度复苏，尤其是美债收益率的飙升更是引起了金融市场动荡。3 月以来，美国 10 年期美债收益率从 1.45% 一路飙升至 1.74%，涨幅将近 30bps，而法国、英国的 10 年期国债收益率在 3 月的涨幅分别为 0.076%、0.034%，德国国债收益率在 3 月基本持平。国债收益率的上行导致债券估值回落只是其一，增持美债也是导致我国外储回落的原因之一。据美国财政部最新数据显示，1 月中国增持美国国债 229 亿美元，中国持有美国国债的占比进一步上涨至 15.38%。

图 2：年初以来各国 10Y 国债收益率上行幅度（单位：%）



资料来源：iFinD 南华研究

图 3：1 月中国增持美债 229 亿美元，且持有美债占比提升至 15.38%



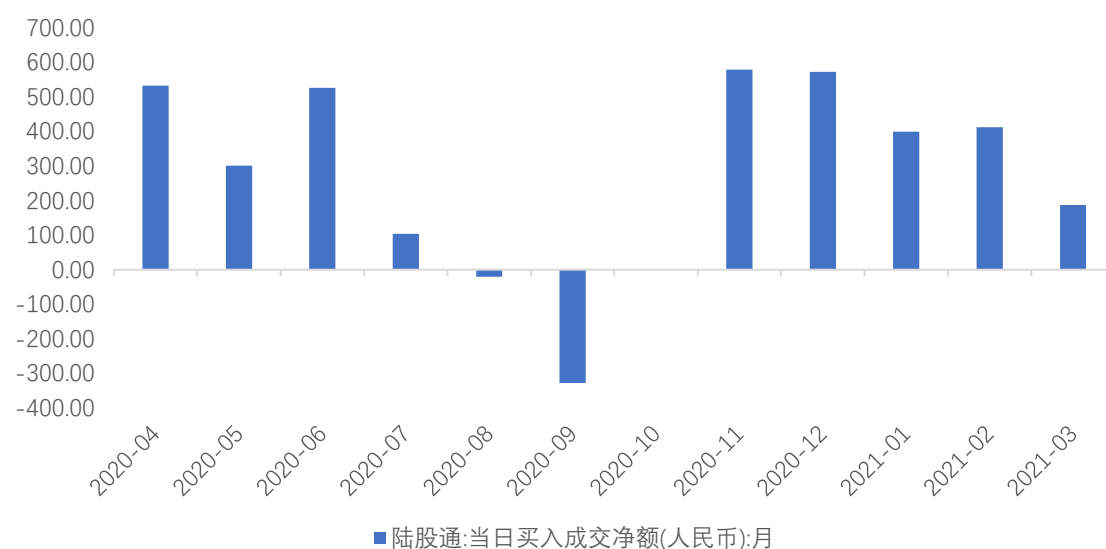
资料来源：iFinD 南华研究

（二）交易因素——外资增配股票使得外储小幅增加

境外机构增配境内股债对我国外汇储备变动形成正向贡献。2021 年 3 月，陆股通累计买入成交净额环比增加 187.11 亿元，粗略估计，境外资金流入增配股票使得我国外储增加约 30 亿美元左右。

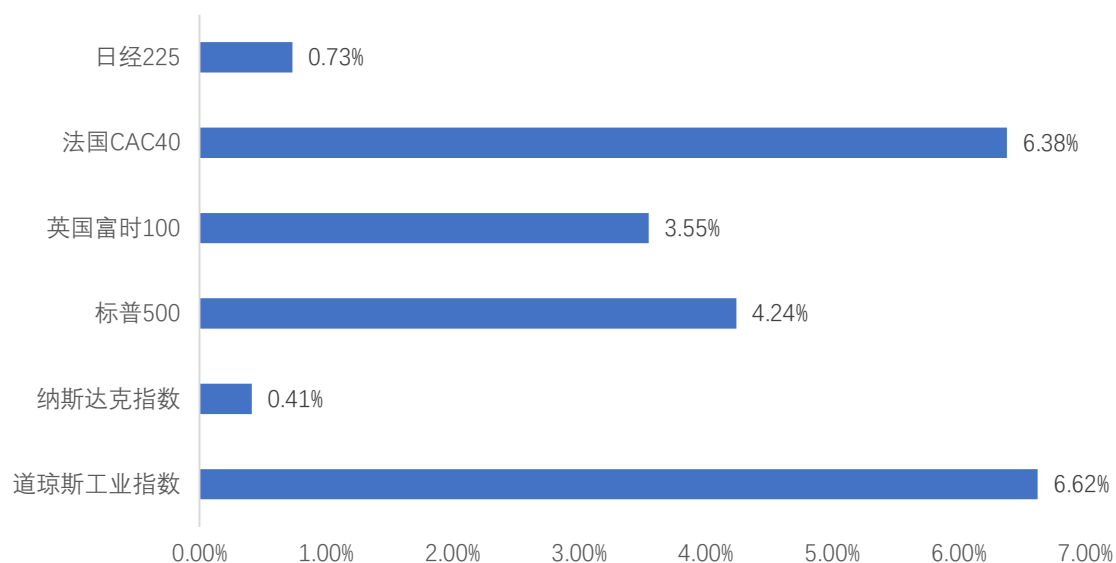
除此之外，美债收益率大幅上行导致全球风险偏好回升，进而带动美欧股市整体上涨也导致我国外汇储备增加。3 月以来，随着风险偏好的回升，欧美股市高位震荡，道琼斯工业指数、标普 500 指数、富时罗素 100 指数等均出现不同程度的上涨，涨幅分别为 6.62%、4.24%、3.55%，假定外汇储备中股票占比为 5%，那么粗略估算后欧美股市上涨带动外汇储备上涨至少约 60 亿美元。

图 4：3 月陆股通流入资金 187.11 亿元



资料来源：Wind 南华研究

图 5：3 月主要经济体股指上涨幅度（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

跨境资金流动预计小幅净流入。从 2 月到 3 月，美元兑人民币平均汇率小幅走贬，跌破 6.5 关口，2 月银行结售汇顺差也回落至 280.21 亿美元，但是仍旧处于相对高位。尽管目前 3 月结售汇以及贸易差额数据尚未公布，但是预计 3 月结售汇力量将逐步趋于均衡，结售汇顺差大概率回落，而考虑到 2 月进出口的表现，预计一季度乃至上半年贸易顺差将是大概率事件，因此跨境资金流入预计对外汇储备规模有正向小幅贡献。

综上所述，3 月我国外汇市场总体运行稳定，外汇储备规模总体保持稳定，美元计价下外汇储备规模的下降主要是由于美元升值以及美债收益率上行所产生的负向估值效应较大所导致的，相对而言，交易因素下股债配置以及跨境资金对我国外汇储备变动形成正向贡献。

作者：南华期货研究所 马燕

投资咨询资格证号 Z0012651